

El progresivo divorcio entre el mundo real y el mundo financiero

por el Académico de Número

Excmo. Sr. D. JOSÉ ANGEL SÁNCHEZ ASIAIN (*)

En esta primera intervención, en el turno regular de la Academia, y a la hora de seleccionar para este momento una cuestión que revistiera un cierto interés común, me ha parecido oportuno desarrollar un poco más una pequeña parte de mi Discurso de ingreso. En el conjunto del Discurso, la cuestión que hoy presento a debate de esta mesa no suponía en realidad sino una pequeña anécdota, y, además, planteada desde un punto de vista fundamentalmente teórico. Pero creo, que cada día que pasa, y de forma progresiva, lo que allí se apuntaba está constituyendo un problema más real y más actual para nuestra economía. Más profundo. Y desde luego, y a mi modo de ver, más preocupante, como hemos tenido ocasión de observar en los últimos días, con motivo de la crisis financiera que ha supuesto la caída de las bolsas mundiales.

Me refiero a lo que en mi Discurso llamaba «Crisis de adecuación entre los sectores real y financiero». Me refiero a esa posible crisis que se derivaría del hecho de que, entre todos, podríamos estar creando, casi sin quererlo, una superestructura financiera distorsionada y no fundamentada en bases reales. Decía entonces que no se trataba sino de una crisis potencial, de una crisis teórica, e invitaba a todos a pensar en los problemas que podría ocasionar un desarrollo no controlado, y cada vez más autónomo, del sistema financiero, tal como hemos empezado a ver que se está produciendo en los últimos tiempos. Especialmente, si fuera perdiendo contacto con las necesidades del mundo real, tal como empieza también a verse ahora. Llamaba la atención sobre lo preocupante que debería ser para todos nosotros el hecho de que en los últimos años, por ejemplo, los movimientos de capital a escala internacional ha-

(*) Sesiones de los días 3 y 10 de noviembre de 1987.

yan pasado a convertirse en el verdadero eje motriz de la economía mundial, registrándose, paralelamente, una notable y creciente desvinculación entre dichos movimientos y el flujo de bienes y servicios que debería darle soporte.

Para hacernos una idea de lo que esta creciente desvinculación entre la economía simbólica y la economía real significa, aportaba entonces el dato de que para 1986, el tráfico mundial de bienes y servicios, apenas si representaba el 4% del movimiento de divisas que se registró en el mercado del eurodólar de Londres. Hoy puedo añadir que alrededor del 90% de las transacciones que se realizan diariamente en los mercados de cambios nada tiene que ver, ni con el comercio mundial, ni con inversiones directas. Son pues transacciones fundamentalmente financieras, que ejercen una importante presión sobre los tipos de interés y de cambio a escala mundial. Algo similar podríamos decir de los mercados de opciones y futuros, donde hoy se estima que solamente un 5% de los contratos negociados representan intercambio de mercancías.

Decía en mi Discurso que esta dinámica, y el excesivo protagonismo de lo financiero que de ella se deriva, podría estar llevando a los distintos intermediarios financieros a olvidar su verdadero papel en el sistema, que no es otro, que el de simples asignadores eficientes de unos recursos escasos. Con ello, la orientación de los flujos de capital estaría dependiendo, al final, no tanto de las necesidades reales de inversión existentes, sino de las oportunidades ofrecidas a corto plazo para obtener mayores rendimientos en la colocación del ahorro. Si esto fuera así, decía entonces, estaríamos corriendo el riesgo de utilizar el formidable potencial de crecimiento y adaptación del mercado global, para soportar financieramente situaciones artificiales, cuando no indeseables, de la economía real, retrasando los necesarios ajustes. Y ello, tanto en el plano micro, como en el macroeconómico. Porque el resultado de esta eventualidad no sería otro, a nivel macroeconómico, que el recorte de las posibilidades de crecimiento futuro de la economía mundial. Y a nivel microeconómico, el enmascaramiento financiero de situaciones económicamente no viables.

En todo caso, concluía, si esto sucediera, estaríamos poniendo los cimientos de un universo financiero en permanente expansión, y caracterizado por su carencia de equilibrio. Y por ello, deforme, ineficaz, sobredimensionado, y sin legitimación, por encontrarse desconectado de las demandas sociales.

Optimista siempre, como soy, decía que esta sobredimensión no sería permanente, porque el mercado destruiría a la larga la parte inadaptada, aunque tal proceso de rectificación sería muy costoso, y entrañaría, en todo caso, un despilfarro considerable de recursos. A la vista de las consecuencias de la crisis bursátil que estamos viviendo, temo que esa previsión se está haciendo operativa, porque el mercado, y en unos pocos días, está eliminando, o reduciendo a sus justos límites, y de manera brutal, un conjunto de instituciones financieras, que se han visto mayormente afectadas por la caída de las cotizaciones. Sirva como ejemplo extremo la Bolsa de Hong Kong, que ha tenido que cerrar una semana su mercado por quiebra de la mayor parte de sus agentes intermediarios. Veremos más cosas. Y ello, porque los mercados financieros son implacables, y porque operan con gran rapidez. Y, desde luego, porque

cada vez toleran menos la ineficiencia. Por eso, creo que el temor que nuestro compañero Enrique Fuentes Quintana expresaba, con toda razón, en su contestación a mi discurso, va a estar cada vez menos justificado. Porque caminamos hacia un sistema financiero en el que trasladar cargas a la sociedad va a resultar cada días más excepcional.

Al final, mi conclusión era la imperiosa necesidad que tenemos de no perder nunca el punto de referencia del papel que a lo financiero le corresponde dentro del sistema económico, que no es otro que estar, fundamentalmente, al servicio, y al mejor desarrollo del mundo real.

Pero esta era una conclusión puramente académica. Y mi descripción de la crisis potencial, no era sino una mera hipótesis. Si se diera una desvinculación entre el mundo real y el mundo financiero... Si lo financiero se desconectara de las demandas sociales...

Sin embargo, un análisis superficial de lo que está sucediendo a nuestro alrededor, nos dice que, posiblemente, ya hemos entrado en el escenario que antes dibujaba. Que ya se está dando esa desvinculación. Que lo financiero, al menos aparentemente, ya se está desconectando, o está desconectado, de las demandas sociales.

Quiero traer pues a discusión hoy este tema. Y lo hago, soy consciente de ello, en un momento crucial, y, quizá equívoco, por la anormalidad financiera de estos días. En todo caso, quiero superar de alguna manera en mi exposición lo que está sucediendo. Porque mi intención no es otra que plantear cuestiones, en una primera aproximación a la problemática que genera el tema, para iniciar un debate sobre si existe, o no existe, divorcio entre el mundo real y el financiero. Y, si existiera, para debatir sus posibles consecuencias. No pretendo pues hablar de la crisis bursátil que estamos padeciendo, ni de las causas que la han provocado, ni de su posible desarrollo, ni de si esta crisis es o no es un mensajero de la crisis real. Aunque algunas de estas cosas saldrán en mi exposición. Independientemente de que su causa inmediata haya sido el déficit americano, o la crisis del dólar, o determinadas situaciones políticas, o incluso hasta planteamientos puramente técnicos, como la creciente dependencia de las cotizaciones bursátiles de las órdenes informatizadas, lo que quiero, fundamentalmente, es plantear el problema de si existe o no un divorcio entre lo real y lo financiero.

Mi plan es el siguiente: trato en primer lugar de describir lo que está sucediendo a nuestro alrededor, para ver si en realidad existe una superestructura que está distorsionando el sistema. A continuación voy a tratar de analizar si esto que está sucediendo, tiene o no tiene precedentes, y si ha ocurrido o no ha ocurrido antes, y en todo caso, si tiene la misma significación. A partir de ahí, me gustaría plantear la cuestión de si la disociación entre lo real y lo financiero supone que los mercados financieros son hoy más o menos eficientes, y, en todo caso, si como consecuencia de ello existe una mayor o menor fragilización en el sistema.

La tesis que pretendo plantear, al final, es que efectivamente existe ya una superestructura financiera distorsionada, que no tiene precedentes exactos, y

que, potenciada por la globalización, nos ha llevado a unos mercados financieros mucho más eficientes y mucho más frágiles. Y esta mayor fragilidad es posiblemente una importante causa de lo que está sucediendo estos días, y una situación eminentemente peligrosa de cara a posibles movimientos financieros desestabilizadores en el futuro.

En todo caso, estas preocupaciones no son nada nuevo en la historia financiera. Hay un curioso libro de Juan José de la Vega, publicado en Amsterdam en el año 1688, y que ya se plantea estos problemas, cuyo título es bastante significativo. «*Confusión de confusiones*». Lleva un subtítulo que dice «Diálogos entre un filósofo agudo, un mercader discreto, y un accionista erudito, describiendo el negocio de las acciones, su origen, su etimología, su realidad, su juego, y su enredo». Más que un tratado de Bolsa, es el conjunto de experiencias de un jugador. Llamo la atención sobre la fecha de la publicación. He dicho 1688, el mismo año del crack de la Compañía Holandesa de las Indias Orientales, crack que se produjo por ser excesivas las esperanzas puestas en los beneficios que podrían obtenerse cuando llegaran las naves de Oriente. En el prólogo con que acompaña su obra, el propio autor señala que el propósito del libro es «descubrir a los que no lo practican, el negocio más real y útil que se conoce hoy en Europa, así como mostrar, con veracidad, las astucias de que se valen los tahures que lo ensucian, para que a unos les sirva de delicia, a otros de aviso, y a muchos de escarmiento».

Pero sobre si lo que está pasando actualmente ha pasado, o no ha pasado con anterioridad en otros períodos históricos, sobre si todo ello es lo mismo, o no es lo mismo, hablaremos luego. Ahora, creo que lo importante es saber, exactamente, qué es lo que creemos que está ocurriendo en relación con el fenómeno con que titulo mi intervención: el posible y progresivo divorcio entre el mundo real y el mundo financiero. Al margen de que la situación coyuntural sea una u otra.

Puede decirse que, en estos momentos, son muchísimos los índices que demuestran la creciente desvinculación entre lo real y lo financiero. La información diaria nos suministra, desde luego, algunas pistas seguras: la principal es la especulación. Es decir, altas cotizaciones bursátiles, y abundancia de sociedades que presentan resultados disociados de su valoración en Bolsa. Apalancamientos financieros excesivos. Inflación en el número de los intermediarios financieros. Ampliaciones de capital estampillado. Especulación inmobiliaria. Y un largo etcétera.

He tratado de hacer un ligero inventario sobre lo que, día a día, está pasando a nuestro alrededor en el terreno financiero. Y he apuntado hasta diez fenómenos en relación con esta cuestión. Voy a referirme a ellos con algunos ejemplos y datos singulares. Es posible que, ni los ejemplos, ni el lenguaje que los identifica, resulten muy académicos. Porque vamos a hablar de «tiburones» y de «chiringuitos», entre otras cosas. A veces, es posible que el ejemplo pueda llevar a exageraciones no generalizables sino en caricatura. Pero estamos tratando de teorizar sobre hechos reales, que están en la calle y en los medios de comunicación, para tratar de ver si, efectivamente, existe una superestructura.

Y nada ilustra mejor el fenómeno que trato de analizar que esos hechos reales. Voy a utilizar ejemplos de la Bolsa española, que nos resultan inmediatos y más conocidos, aunque en algún momento presenten rasgos peculiares que nacen, sobre todo, de la pequeña dimensión de nuestro mercado. En líneas parecidas, no obstante, se han movido los mercados internacionales de valores.

Vaya por delante, mi creencia de que cada uno de los fenómenos que voy a citar tienen posiblemente una explicación lógica. Que, posiblemente también, cada uno por separado es racional y coherente con el mercado en que se desarrolla, y con el momento en que se produce. Sin embargo, entiendo que todos, en conjunto, no lo son, en la medida que la exageración de todos y cada uno lleva a la descalificación global. Porque como sistema, yo creo que en nuestra actuación financiera diaria no está existiendo en todos los casos ni coherencia, ni lógica, ni racionalidad. Vamos a verlo. Antes, sin embargo, una observación. Por razones obvias, todas las referencias cuantitativas a la actualidad, voy a concretarlas en la fecha inmediatamente anterior al pasado lunes 19 de octubre, fecha de iniciación de la crisis bursátil. Entiendo que es la única manera de fijar una situación que ha sido prácticamente el marco hasta ahora, y que había logrado un cierto equilibrio.

Es, por otra parte, la única manera de desarrollar una teoría sobre lo que puede estar sucediendo. Y, además, no creo que la crisis bursátil haya cambiado, de verdad, mucho de lo que yo pueda decir hoy aquí. Vamos a ver esos diez fenómenos.

En primer lugar nos encontramos con la *especulación en Bolsa*. La característica común de lo financiero en las economías occidentales ha sido, hasta hace muy pocos días, precisamente, la existencia de un boom bursátil generalizado. Incrementos casi ininterrumpidos de las cotizaciones a lo largo de un ciclo que ha durado más de cinco años, con una intensa aceleración en los dos últimos, han colocado todos los índices bursátiles a niveles sin precedentes en los últimos veinte años. En España, por ejemplo, el nivel general de cotizaciones se ha multiplicado casi por 7 en 5 años. En los últimos 21 meses lo ha hecho por más de 3. Parecidas alzas se han contabilizado en el mundo entero.

Esas alzas en las cotizaciones, se justifican en parte por la mejora que ha tenido lugar en la situación económica. Las buenas perspectivas de crecimiento económico que se abrieron a las economías occidentales tras la baja de los precios del petróleo y la recuperación creciente del beneficio empresarial, justifican, en efecto, la elevación de unas cotizaciones que habían estado deprimidas en exceso. Resulta evidente, sin embargo, que el alza, en conjunto, ha sido notablemente superior, en términos puramente económicos, a la que se correspondería con la mejora que la economía real ha experimentado. Porque, mientras los precios bursátiles se han multiplicado por dos o por tres en los últimos cinco años en los distintos países de la OCDE, los crecimientos reales del producto interior bruto no han superado como media el 17 por 100 en el mismo período. Ello quiere decir que los mercados de valores han magnificado en sus cotizaciones, y hasta extremos realmente notables, la mejoría en la situación económica. Y justifica que con toda propiedad pueda hablarse de la existencia

de una hiperinflación financiera. Hiperinflación financiera que coincide en todos los países, y desde luego en España, con una situación de reducida inflación en el sector real de la economía.

No hay duda, por otra parte, de que la Bolsa está siendo sometida, y crecientemente, a influencias tendenciosas, y aún a soportes de fórmulas de pago, que al final no representan sino una pérdida de su condición de instrumento para la captación de recursos propios para las empresas. Esta consideración de la Bolsa como pura actividad financiera, ajena al desarrollo productivo, está teniendo ejemplos muy claros. Como el de una empresa muy conocida que, recientemente, y ante la necesidad de saldar o concertar la amortización de parte de su deuda bancaria, no ha encontrado otra fórmula que aprovechar una cotización, elevada hasta el 1.000 %, y en base a la misma cancelar parte de su deuda bancaria ofreciendo acciones a tal cambio, que parece corresponder a su valoración real.

En este mismo contexto de la Bolsa, nos encontramos con un segundo fenómeno, en forma de una numerosísima selección de *Sociedades con valoraciones bursátiles completamente disociadas de sus resultados*. He confeccionado una lista de 12 Sociedades que, desde hace años, en algunos casos hasta 12 años, no han pagado dividendo y que están en pérdidas, a veces realmente importantes, lo que suscita serias dudas sobre su capacidad para distribuir dividendos en los próximos años. Alguna está virtualmente en quiebra. Pues bien, hasta el 19 de octubre, la mayor parte de estas Sociedades habían tenido en lo que iba de año revalorizaciones entre 2 y 3 veces su cotización de primeros de año, habiendo llegado en algunos casos su revalorización hasta 7 veces, con una media del 3,8.

Y nos encontramos con el fenómeno de que muchas de esas sociedades, con cotizaciones manifiestamente disociadas de su realidad, han venido poniendo en marcha voluminosas *ampliaciones de capital*, casi siempre con una sustancial prima de emisión. Proceder lógico, porque los gestores de estas sociedades ven cómo por la vía bursátil se les abren magníficas oportunidades de obtener recursos, que en otras fuentes les estarían vedados. Prácticamente, la totalidad de esas doce Sociedades que he analizado, han apelado a esta vía de financiación.

Nos encontramos con la espectacular evolución de las *cotizaciones de las acciones de nuevas sociedades* introducidas en Bolsa. Tenemos que suponer que los «merchant banks» que asesoran y apadrinan la salida de estas asociaciones a la Bolsa, saben lo que se hacen, y que las colocan en cada momento, al mejor precio que se puede obtener para la empresa. Lo contrario no sería una actitud profesional. Pues bien, por encima de ese precio de salida, la fiebre especuladora viene elevando las cotizaciones de esas Sociedades en los primeros meses, a veces en las primeras semanas, o en los primeros días, hasta cotas no imaginables. He analizado las últimas 20 emisiones de nuevas Sociedades en las Bolsas españolas. Pues bien, las primeras cotizaciones bursátiles tras la salida, arrojan como media una revalorización del 43 % en pocos días. La revalorización media de estas 20 colocaciones antes de la aparición de la actual

crisis era del 109 % en lo que iba de año. Y dentro de ellas hay, algunas, que superan holgadamente el 300 % de revalorización en menos de un año.

Nos encontramos con el incomprensible fenómeno de los *estampillados*, a través del cual hemos visto, y muy recientemente, cómo ampliaciones de capital con cargo a reservas, sin suponer por ello incremento de los recursos de la empresa, aunque sí diluyendo los atributos a las acciones, no sólo no han rebajado las cotizaciones, sino que las han aumentado a veces de forma espectacular.

Otro fenómeno, con el que también nos encontramos es la proliferación de *los que merodean alrededor de la Bolsa: son los tiburones*. Los llamados tiburones, adquirentes de empresas de su mismo ramo, operación usual en otros mercados, y que está empezando poco a poco a practicarse en España. Poco importa que los recursos utilizados para el «tiburoneo» se obtengan de los intermediarios financieros, o por vía «titularización», o incluso si hasta, en el límite, son recursos propios. Lo que importa es que la aplicación de esos recursos financieros normalmente no se hace en última instancia a un proceso real productivo.

Es muy difícil, desde luego, demostrar que la adquisición de una empresa por parte de un tiburón no persigue una racionalización de sus recursos productivos, o economías de escala, y que la operación se hace exclusivamente por especulación, o como limitación de la competencia. Pero, a pesar de esa dificultad, casi todos los ejemplos conocidos, fallidos o no, señalan, casi sin lugar a dudas, que la adquisición no estaba motivada por fundamentos reales.

En todo caso, el siguiente escalón de este proceso de lo que podemos llamar «tiburoneo», es que, al final, la cotización de las acciones de esas Sociedades no es tanto el resultado de las expectativas razonables de beneficio, sino de la percepción, por parte de los inversores, del aseguramiento del mercado, y de la posible especulación final.

Y si nos salimos de la Bolsa, y nos situamos en un siguiente escalón de lo financiero, nos encontramos con los *apalancamientos financieros excesivos*, especialmente los multiplicados a través de cadenas de filiales, en una verdadera estructura piramidal. Al final, el agobio del servicio financiero por el endeudamiento incurrido puede derivar, y muchas veces deriva, en un desistimiento del proyecto, o en una venta parcial o total del mismo. En todo caso, en algo en lo que el sector real, acaba siendo, al final, puramente residual.

No podemos olvidar tampoco la *especulación inmobiliaria*. Es difícil poder llegar a establecer cuál es el precio frontera entre el mundo real y la especulación en materia de bienes inmuebles, ya que, aunque uno de sus componentes, el coste de construcción, puede ser determinado a priori, queda el coste de repercusión del suelo, respecto al cual cualquier hipótesis sobre su valor real es puro subjetivismo. Sin embargo, es un hecho el que la especulación existe hoy. Especulación importante y progresiva. Aunque lo que a mí me interesa subrayar ahora, porque se relaciona directamente con el tema que estamos analizando, es sólo el hecho de que, a través de fórmulas financieras más o menos sofisticadas, como las que estamos viendo diariamente, esta especulación se

hace posible a través de operaciones en las que los recursos financieros sólo sirven para soportar una adquisición temporal que, a veces, ni siquiera implica transmisión de propiedad. Y a través de inversiones financieramente interesantes, desde luego, pero siempre de espaldas al progreso de lo real.

Y nos encontramos, en este análisis que estamos haciendo de lo que está sucediendo a nuestro alrededor, con otro fenómeno, que se concreta en *otras operaciones, muy diversas, mucho más complejas*, una especie de cajón de sastre, que tienen un poco de todo, o a lo mejor resulta que todo de nada. Por ejemplo, las ventas de empresas a agentes que son puros especuladores, y que tratan de obtener plusvalías desgajando algunos activos de las mismas, para su venta en el mercado.

La teoría, o el modelo, podría ser el siguiente: la dicotomía entre el mundo real, y lo que debiera ser su reflejo financiero, aparece cuando se captan recursos para ser destinados a procesos en principio improductivos y, por tanto, incapaces por sí mismos para atraer dichos recursos. Se aduce como justificación el hecho de que se encuentran suficientemente garantizados por activos ajenos, o desgajables del mismo proceso. Se escamotea así ante el intermediario financiero el destino de los fondos, para poner el énfasis en lo asumible del riesgo, en la medida que éste descansa en activos que han experimentado un proceso de revalorización singular y no extrapolable a lo que constituye la actividad económica primordial. Pero cuando dicha actividad improductiva lo es en su esencia, es decir, lo es debido a vicios estructurales, y no a razones de coyuntura del sector, o a ausencia de financiación, la situación queda sólo temporalmente enmascarada, ya que más tarde o más temprano el ajuste traumático termina por imponerse, y con un coste muy superior, ya que incluso el desajuste originado con enajenaciones parciales pudiera no permitir soluciones que podrían haber sido de aplicación al inicio del proceso.

Hay muchos casos a nuestro alrededor donde podemos encontrar la perfecta aplicación del modelo. Algunas con reflejo regular en la prensa diaria. Casos donde encontramos una explotación improductiva de una actividad económica, con unas pérdidas realmente importantes. Donde encontramos vicios estructurales. Donde encontramos una revalorización de los inmuebles en que se desarrolla la actividad económica, que en teoría podrían tener una viabilidad independiente. Y donde encontramos una captación de recursos para una actividad económica improductiva. Al final, cabe prever que, al no poderse generar resultados suficientes en la propia actividad, el accionista tenga que optar por el desmembramiento de la actividad propia con respecto a la accesoria, realizando ésta última, y dejando aquélla desprotegida.

Ahondando más, no podemos olvidar tampoco en este repaso otro fenómeno: el de la *proliferación de intermediarios financieros*, campo en el que estamos asistiendo a una verdadera explosión. Atendiendo tanto a su debilidad estructural, como a su rápido montaje, en Bolsa se les denomina ya «chiringuirros financieros». No existe ningún dato fiable para cuantificar este proceso de florecimiento, que es notable, porque su aparición es constante, como lo es también su desaparición. Pero es alarmante, que mientras estas instituciones,

sin ninguna base de capital, y con profesionalidad en muchos casos limitada, *florece*, y florecen exuberantemente y, al parecer con altísimos beneficios, otras, con características contrarias, y de implantación centenaria, como los merchant bank ingleses, están entrando en crisis por el elevado coste que les supone soportar su profesionalidad, y por su renuncia a entrar en la pura especulación.

Especulación, pues, mobiliaria e inmobiliaria. Cotizaciones disociadas de su valor real. Tiburones. Excesivo número de intermediarios financieros. Apalancamientos excesivos. Y otros fenómenos del mismo estilo y condición, como hemos visto. Hechos, todos estos, que han tenido lugar, o han utilizado como instrumento, los mercados de valores. Todos ellos, han llevado a crecimientos de precios de bienes, valores, o derechos, *que no tienen nada que ver con la realidad*. Al amparo de esos precios se han realizado operaciones cargadas de afán especulativo, y han crecido espectacularmente negocios e intermediarios financieros, que viven de tal especulación. Las conexiones con lo que sucede en una economía real, con inflación descendente, y crecimiento económico moderado, se han roto desde luego. Eso es la superestructura de que hablo, pero no toda. Porque hay a nuestro alrededor otros acontecimientos, expresivos del mismo fenómeno, y que están teniendo lugar fuera de los mercados de valores.

El Riesgo País, por ejemplo, que sin duda debería ser considerado como una manifestación más del divorcio entre lo real y lo financiero, y que tendría que ser estudiado más en profundidad. Porque una vía de investigación, que yo sepa no está explorada, es el análisis de los efectos financieros de los desplazamientos de esas grandes masas de dinero procedentes de los países productores de petróleo, que se movilizaron entre el 72 y el 82, dando lugar a la función de reciclaje de los excesos de liquidez, realizada por la gran banca hacia países con déficit de ahorro.

Este es un movimiento cuya evolución recuerda al modelo Minsky que analicé en mi Discurso de ingreso. La banca, presionada por los excesos de liquidez que originan los superávits de los países productores de petróleo, inicia su acción de reciclaje de los mismos, busca oportunidades de beneficio, y se desplaza hacia ellas. Se pretende trasladar así la liquidez existente a los países consumidores, con déficit de balanza de pagos. Pero los excesos de liquidez, y los déficit que los originan, responden a transacciones de la economía real, mientras que la financiación se concede no condicionando el uso final de los recursos a proyectos que supongan una actividad real y que generen un valor añadido. De esta manera, cada banco, aisladamente, actúa según criterios de racionalidad propia, pero la suma de las acciones de todos ellos da origen a un desplazamiento macroeconómico excesivo, que no financia en todos los casos una actividad real, y que se salda, al final, con una indigestión financiera de los países acreditados, y en último término, con su incapacidad de devolver el principal. Porque en muchas ocasiones, hay que reconocerlo si queremos ser honestos y realistas, los proyectos a financiar o no han existido previamente, o si han existido no han tenido una concepción adecuada, o los

recursos obtenidos han servido para financiar la evasión de capitales, pura y simplemente. No ha habido, pues, valor añadido en muchas ocasiones, ni ha habido generación de renta. Ni por lo tanto, coherencia entre lo financiero y lo real.

* * *

Otro fenómeno a explorar en este análisis que estamos haciendo debería ser la incidencia del complejo mundo de las eurodivisas en el posible crecimiento de esa estructura financiera distorsionada que estamos tratando de localizar.

Porque mientras que, normalmente, la creación de dinero en moneda nacional está en función de los objetivos monetarios de cada país, todo ello en función, a su vez, de los crecimientos de las respectivas economías nacionales, el mercado de eurodivisas se ha venido suministrando de fondos al ritmo que marcaban los desequilibrios de la balanza de pagos americana, provocando un permanente divorcio entre las necesidades de financiación de la economía real y la disponibilidad de recursos en eurodivisas. Salvando los excesos en el reciclaje, el saldo general de la actuación de esos mercados ha sido muy aceptable, pero, sin duda, ha existido casi permanentemente un exceso de oferta de fondos, lo que ha hecho posible el desarrollo de operaciones puramente financieras.

Otro ejemplo de la lógica eminentemente financiera que rodea a muchas de las novedades recientemente aparecidas lo proporciona el extraordinario crecimiento de los swaps. La razón de su éxito proviene de las posibilidades que ofrecen estas técnicas para explotar las imperfecciones de los mercados y para llevar a cabo una gestión integrada del balance. Su volumen se ha elevado desde los 5.000 millones de dólares en 1982 a la astronómica cifra de 400.000 millones en el pasado año. En 4 años se ha multiplicado por 80.

Independientemente todo ello de los casos, que antes he citado, de especulación en el mercado de contratos de opciones y futuros, y en los mercados de divisas.

Resulta, en consecuencia, que independientemente de la superestructura financiera propia de cada país, estamos viviendo dentro de unas economías nacionales en torno a las cuales está girando un anillo exterior, el mundo del eurodólar, que ceba, a su vez, una superestructura financiera internacional distorsionable que opera en multitud de campos. Es cierto que los efectos de ese anillo exterior en las distintas economías nacionales se están viendo hoy amortiguados a nivel macroeconómico por el escaso crecimiento de la economía real del mundo occidental y por los bajos tipos de interés, pero, indiscutiblemente, todo ello es un peligro potencial.

Un resumen de todo lo dicho hasta ahora hoy, podría ser pues: Superestructura en los mercados bursátiles, y superestructura en el manejo de las grandes corrientes de recursos. Superestructuras financieras, ambas, que están distorsionando el funcionamiento del mundo financiero, y que por mucho que se hayan desarrollado desconectadas del mundo real, pueden tener indudables

efectos sobre éste, por lo que introducen un riesgo permanente sobre la evolución futura de las economías.

En todo caso, la cuestión que hay que plantearse ahora, *es si todo esto que está sucediendo a nuestro alrededor, tiene o no tiene, precedentes*. Si ha ocurrido o no ha ocurrido antes. Si es, o no es, una repetición de anteriores fenómenos.

La contestación me parece muy clara: la inadecuación entre lo real y lo financiero ha sido un problema permanente en la historia económica. Cité antes el libro de Juan José de la Vega «Confusión de Confusiones». En general en la España del Siglo XVII se hacía referencia al problema en términos muy parecidos a los actuales, al menos formalmente. Analistas de la economía de la época consideraban que la variedad de formas de deuda pública originadas por el déficit resultante de los gastos de guerra, habían hecho que la economía española fuera una economía de rentistas, ocupada únicamente en colocar unos recursos en deuda pública rentable (juros y heredades), sin realizar inversiones productivas en la agricultura, las manufacturas, o la ganadería.

En el siglo XIX la construcción de los ferrocarriles genera una furiosa carrera de emisiones de títulos, seguida de una intensa especulación posterior. La industrialización simultánea provoca el mismo fenómeno, y como consecuencia de todo ello, se producen abundantes crisis bursátiles y bancarias, algunas tan conocidas como las de los bancos de negocios franceses.

Por lo que respecta a nuestro siglo, creo que basta con recordar el notable esfuerzo dedicado al análisis del superdesarrollo financiero que precedió a la gran depresión.

Sin embargo, y a pesar de la existencia de esos fenómenos, que son evidentes y que son conocidos, la cuestión sigue planteada, porque lo que tenemos que preguntarnos es en realidad si lo que está sucediendo hoy, tiene algo que ver, o no tiene nada que ver, con idénticos, o con similares fenómenos que han sucedido en épocas anteriores, como decimos. La pregunta correcta es: ¿lo que está sucediendo actualmente *es exactamente lo mismo*? Esa es la cuestión.

En mi personal opinión, y aunque aparentemente la descripción de los fenómenos sea la misma, estamos hablando de dos cosas distintas, al menos en sus efectos. Y son cosas distintas, porque aún admitiendo que el desajuste entre lo financiero y lo real no es una peculiaridad de nuestra época, sí lo es su ámbito de *aplicación*. Y éste es un punto muy importante. Porque, a diferencia del pasado, y como consecuencia de la creciente integración y globalización de los mercados financieros, el ámbito de éstos comienza a tener una dimensión mundial, coincidente a la vez con la simultaneidad temporal, que también se da. Porque todo está ya prácticamente en tiempo real.

Es claro en este sentido, que la dinámica abierta por el proceso globalizador, así como la potencia de las nuevas tecnologías para difundir la información, ha creado las condiciones idóneas para que el ahorro se movilice, instantáneamente, hacia aquel lugar del mundo donde espera obtener mayores rendimientos, cosa que no había sido posible hasta ahora. Como decía en mi Discurso de ingreso, la desaparición de todas las fronteras geográficas o secto-

riales ha configurado ya un sólo mercado. Y esta mundialización de la actividad financiera *sí es un factor totalmente nuevo*, que puede producir distintos resultados de un mismo fenómeno.

Un segundo rasgo distintivo del período actual es el *espectacular crecimiento registrado por el volumen de negociación*. Puede servir de ejemplo el caso de la City, donde comparando los tres meses inmediatamente anteriores al «Big Bang» con los tres posteriores, el crecimiento ha rondado el 50 % en los mercados de acciones y deuda pública. Como es obvio, incrementos de esa cuantía tienen necesariamente implicaciones de orden cualitativo en la asignación de recursos y en la propia estabilidad del sistema. Por otra parte, y aún reconociendo las posibilidades todavía insospechadas de las nuevas tecnologías, hoy nos encontramos con el grave problema de la incapacidad humana para dar el tratamiento adecuado a las transacciones realizadas en situaciones punta por los equipos informáticos. Basta recordar, a este respecto, la agudización de tensiones originadas en las Bolsas internacionales durante la reciente crisis, por la utilización de programas automatizados para la negociación conjunta de valores y futuros sobre índices bursátiles.

Una parte de ese crecimiento en el volumen de negociación hay que atribuirlo al deseo de las instituciones de minimizar el efecto negativo que sobre márgenes y costos están teniendo la aguda competencia y la intensa adquisición de sofisticados soportes tecnológicos, pero, el factor decisivo del incremento, ha sido sin duda la acelerada sustitución de créditos por títulos que se está registrando en la instrumentación de los flujos de ahorro e inversión. «La titularización» de que hablaba en mi Discurso. Sustitución que se ha visto reforzada a su vez por el desmantelamiento que han provocado las innovaciones financieras en la intermediación bancaria convencional, al desgajarse en una serie de componentes básicos que pueden ser negociados ya de forma independiente. Y hablando de volumen, habría que añadir a todo esto la notable capacidad de apalancamiento que tienen algunos de los nuevos instrumentos financieros, como los futuros y las opciones, que si bien exigen a los operadores una continua labor de arbitraje a nivel mundial, les permiten cubrirse en un mercado determinado de posiciones abiertas en otro.

En estas circunstancias, no creo que debamos extrañarnos, ni de que la vertiente financiera de la economía haya adquirido unas dimensiones muchos mayores que la real, ni de que los lazos que ligan a ambas sean ahora más laxos que en el pasado, y que, por lo tanto, las situaciones sean distintas, o al menos que sean distintas sus consecuencias.

De todas maneras, si esas dos notas diferenciales del momento presente, la globalización de los mercados, y la «titularización», fueran suficientes para justificar que la situación, o al menos sus consecuencias, no son las mismas que en anteriores momentos históricos, y yo creo que no lo son, tendríamos que explorar cuáles van a ser en el futuro las nuevas consecuencias de ese creciente divorcio entre lo real y lo financiero.

Aunque tengo que decir, y pretendo hacerlo con mucha humildad, que a veces llevo a pensar, si tras las críticas que todos hacemos al papel de los mer-

cados financieros, no se encuentra, al final, sino el desfasado punto de vista de que los servicios, por su propia naturaleza, aportan menos valor añadido que los productos industriales, olvidándonos quizá de la función económica de protección frente al riesgo que subyace en las transacciones financieras. Más aún, en algunas ocasiones tengo la impresión, de que si cuando hablamos de disociación entre las dos esferas de la economía, la real y la financiera, no estamos poniendo de manifiesto, pura y simplemente, nuestra incapacidad analítica para penetrar en un mundo nuevo, incapacidad analítica que posiblemente deriva de la obsolescencia de unos modelos teóricos diseñados para explicar unas realidades completamente diferentes a las actuales.

En todo caso, lo verdaderamente grave sería que, esa disociación entre lo real y lo financiero, fuera la expresión de que los mercados financieros no son eficientes, o que cada día lo son menos. Y este debe ser el núcleo fundamental y básico de la investigación. Porque, si esto fuera cierto, si los mercados financieros estuvieran perdiendo eficiencia, podría darse el caso de que los fondos de los agentes con superávit se utilizaran básicamente en juegos financieros, en lugar de dedicarse a inversiones reales. Pocas dudas caben de que si esta hipótesis fuera algo más que una posibilidad, el resultado a medio y largo plazo sería simplemente catastrófico. Por el contrario, si los mercados financieros fueran ya suficientemente eficientes, o simplemente estuvieran mejorando su eficacia, los incentivos que alientan los actuales frenesís financieros perderían relevancia, ya que el mercado global contribuiría a que los costos de inversiones de similares riesgos se equiparasen, facilitando que los fondos disponibles a nivel mundial fluyeran hacia los sectores con mayor capacidad de crecimiento. O dicho de otra forma, el mercado tendería a promover e incentivar el crecimiento de la inversión a una escala global.

Parece obligado, por ello, repasar la situación actual del grado de eficiencia de los mercados financieros, preguntándonos si esos mercados están siendo más eficientes que en el pasado. Y preguntándonos a qué costo. Porque existen indicios que hacen pensar que el precio de una mayor eficiencia, si la hubiera, podría ser el de una progresiva fragilización de las estructuras financieras.

Quiero pues, hacer algunas consideraciones sobre estos dos últimos planteamientos. Sobre la eficacia de los mercados financieros, y sobre la fragilidad del sistema. Sobre la primera cuestión, eficacia de los mercados, quiero poner sobre la mesa tres tipos de medidas de la eficacia.

La primera se refiere al hecho de que un mercado «eficaz» se caracteriza porque sobre la media del volumen negociado es imposible obtener beneficios extraordinarios en base de la información públicamente disponible. En un mercado de esas características, solamente aquéllos que pueden disponer de información privilegiada, que normalmente es información antes de... logran esa clase de beneficios, porque la continua labor de arbitraje de los participantes, hace que los precios se ajusten, instantáneamente, a cada nuevo flujo de información.

Pocas dudas me caben de que la creciente capacidad de negociación de los

mercados financieros, unida a las posibilidades de las nuevas tecnologías, han hecho que el arbitraje mejore sensiblemente, y que por lo tanto mejore la eficacia. Mejoría, sin embargo, que no se ha producido sin costos. En términos de capital, y en términos de recursos humanos. Las inversiones realizadas por las entidades británicas y extranjeras en el mercado de Londres con ocasión del «Big Bang», por ejemplo, han sido realmente muy importantes. Y la fuerte demanda de especialistas financieros que todo ello ha supuesto, ha disparado los salarios hasta el punto de que, actualmente, y como se ha dicho hasta la saciedad, la crema y nata de los universitarios no tiene otra aspiración profesional que llegar a integrarse en el mundo de las finanzas.

No sé si esta creciente absorción de recursos por parte de la industria financiera es buena, o es mala, para la economía en su conjunto, y si compensa, o no compensa, los indudables beneficios que se derivan del perfeccionamiento del arbitraje, aunque sospecho que se están produciendo algunos excesos que el tiempo se encargará de corregir. De hecho, ya lo está corrigiendo. Las recientes reestructuraciones emprendidas por bancos de inversión americanos del prestigio de Salomon Brothers, Kidder-Peabody, o Shearson Lehman, que se han lanzado por la senda de las despedidas masivas de personal, cierre de oficinas, y de negocios, marcan sin duda el inicio de un cambio de tendencia en la industria financiera, que presumiblemente tenderá en el futuro a ser mucho más selectiva en la elección de sus negocios.

El segundo tipo de eficiencia trata de medir si los mercados financieros permiten a los agentes económicos asegurarse la recepción de bienes y servicios frente a cualquier contingencia futura. En el grado en que los mercados sean capaces de asociar a cualquier posible acontecimiento un instrumento susceptible de negociarse, tenderán a despejarse incertidumbres, y ello contribuirá a elevar las tasas de ahorro e inversión. Hay pruebas de que, en este sentido, los mercados financieros son ahora mucho más eficientes de lo que eran hasta épocas relativamente recientes, y que la ola de innovaciones ha puesto a disposición de la clientela bancaria una gama de instrumentos mucho más amplia, y mucho más completa que en el pasado.

Sin embargo, y aun siendo todo esto verdad, no hay que olvidar que los mercados absorben recursos privados para operar, y públicos para mantener un adecuado control sobre ellos. Ello debería querer decir que, en términos exclusivamente de eficiencia, la economía como un todo no puede permitirse el lujo de hacer realidad cualquier novedad financiera que pase por nuestra imaginación. En la tentación de caer en una especie de ejercicio del arte por el arte, reside a mi entender uno de los peligros del proceso innovador, del nivel de eficacia, y del grado de fragilidad. Porque, a veces, al observar determinadas operaciones de esa sofisticada ingeniería financiera que hoy se lleva, uno no puede dejar de preguntarse sobre cuál es su relación final con las necesidades de la economía. La duda surge, en otras ocasiones, al constatar la rapidez con que se desinflan algunas pompas de jabón, al parecer construidas con el único objeto de soslayar el marco regulatorio.

Un tercer índice de la eficiencia de un mercado financiero reside en el gra-

do en que las valoraciones de los títulos reflejan adecuadamente las futuras corrientes de ingresos de la actividad que está representada en aquellos títulos. O dicho de otra forma, en función del grado en que el mercado hace que el precio de los títulos cotizados se base realmente en «expectativas racionales». Aun reconociendo la dificultad de emitir un juicio definitivo sobre tema tan complejo en las circunstancias actuales, en principio cabe afirmar que también en esta línea está mejorando la eficiencia de los mercados financieros. Porque la creciente anchura y profundidad de los mismos, así como los esfuerzos dedicados a mejorar la información públicamente disponible, son factores que juegan en esa dirección.

Dicho esto, habría que añadir, sin embargo, que los mercados financieros siguen aún estando muy lejos de ser suficientemente perfectos en sus criterios de evaluación. Porque muchas de las fluctuaciones registradas por la cotización de los diferentes títulos, son todavía excesivamente bruscas, y no pueden ser explicadas exclusivamente en base a «expectativas racionales».

El ejemplo más elocuente de esa imperfección lo encontramos en los mercados de valores de renta variable, y más concretamente en la cotización alcanzada por las acciones de algunas empresas sobre cuya viabilidad futura cabe albergar serias dudas, tal como anteriormente he puesto de manifiesto. En este sentido, el carácter especulativo que ha venido subyaciendo en bastantes de los planteamientos bursátiles de los últimos tiempos no deja de ser inquietante, por cuanto puede significar un sensible recorte del horizonte temporal en que descansan las decisiones de inversión.

Como resumen sobre la eficacia de los mercados financieros: de la contemplación conjunta de los tres tipos de eficiencia uno puede quedarse con la idea de que actualmente los mercados financieros no gozan de esa cualidad en la medida en que sería de desear, aunque, por otra parte, resulta difícilmente rebatible que la intensificación de la competencia inducida por el proceso de globalización, y en alguna medida el crecimiento de la propia superestructura, han hecho que los mercados financieros actúen hoy de manera más eficiente, bastante *más eficiente* que en el pasado. Esto es una realidad que no se puede negar.

* * *

Llegados a este punto, la cuestión a debatir se desplaza ahora a considerar si esa mejoría indudable de la eficiencia, con todos sus componentes, no está dando lugar, a su vez, a una mayor fragilización de las estructuras financieras a escala mundial, es decir, a una pérdida de solidez y capacidad de resistencia, y si todo lo que venimos observando en estos días de crisis bursátil, no es sino una primera aproximación a un fenómeno mucho más profundo de mayor fragilidad de todo el aparato financiero. Porque el proceso parece ya bastante claro: se ha creado una superestructura financiera compleja, nacional e internacional, tal como hemos visto, en respuesta a las oportunidades de negocio que han aparecido en ese otro proceso de disociación entre lo financiero y lo real. Y esa superestructura, déforme y sobredimensionada, se ha integrado rá-

pidamente con las instituciones existentes, sin responder muchas veces a los criterios de ortodoxia y prudencia en la gestión del negocio que rige en el negocio financiero. La hipótesis a probar es, si el precio de lo que llamamos superestructura, no estará siendo una mayor fragilidad del sistema.

En todo caso, debe de quedar claro que esta mayor o menor fragilización no cuenta todavía con una evidencia empírica suficiente. Porque las líneas básicas del proceso de globalización se han configurado en los últimos cuatro o cinco años, y han coincidido en la economía mundial con un período de alta liquidez y de descenso de los tipos de interés. Ello significa que la resistencia del nuevo sistema a los efectos de un ciclo adverso no ha sido todavía contrastada.

Sin embargo, en estos momentos, y en relación con esa disociación entre lo real y lo financiero que estamos estudiando, se adivinan ya en el horizonte inmediato varios problemas que pueden traducirse en una mayor fragilización.

Uno de ellos reside en el deterioro que sobre la calidad de las carteras crediticias de la banca está produciendo la titularización, con la consiguiente pérdida de significación de los ratios de capital. Porque esta situación, unida al paralelo declive que está sufriendo la actividad bancaria convencional como consecuencia de dicho fenómeno, podría estar conduciendo a algunas entidades financieras a verdaderas «huídas hacia adelante», poniendo en práctica políticas de diversificación sin contar ni con la suficiente experiencia, ni con los necesarios controles internos. Los repliegues que se están viendo obligados a realizar en la City determinadas instituciones, clausurando algunos de sus negocios de reciente creación, constituye el más claro exponente de los riesgos que entrañan esa clase de políticas. Puede servirnos, como ejemplo destacado, la reciente retirada del Midland como operador por cuenta propia en el mercado de acciones, retirada que se produce muy poco después de haber realizado fortísimas inversiones para entrar en él.

Más grave aún resulta el potencial de fragilización latente en la explosiva combinación, que se está produciendo, de un excesivo énfasis en los resultados a corto, inevitable en negocios especulativos, y el surgimiento de conflictos internos de tipo ético en el seno de algunas organizaciones financieras. De ahí se sigue con facilidad un cierto menosprecio a la ética profesional tal y como se han encargado de reflejar los últimos escándalos de la City y de Wall Street, que incluso han llegado a salpicar a instituciones de la solera de Morgan Grenfell, o Drexell Burnham, o Goldman Sachs. Y ello es peligroso, porque esta cualidad no deja de ser la depositaria última de la confianza del público, sin la cual no es posible el correcto desarrollo de ninguna actividad financiera.

Otro de los peligros de mayor fragilización se relaciona con el crecimiento exponencial en la generalidad de los países industrializados de los títulos de deuda. Es cierto que el sector público ha jugado un papel decisivo en la mayoría de los casos, pero se observan también crecimientos notables en relación con las familias y empresas. Conviene recordar que una buena parte de la ola de fusiones y absorciones que está conmoviendo la estructura empresarial del mundo desarrollado, está siendo financiada con emisión de deuda, procedien-

dose paralelamente a retiradas masivas de acciones del mercado. En Estados Unidos esas retiradas de acciones giraron en torno a los 300.000 millones de dólares en el curso de los tres últimos años, en un apalancamiento creciente y sin precedentes, que tiende a limitar aún más el margen de maniobra ante una futura recesión, y que eventualmente puede conducir a las autoridades a relajar sus políticas antiinflacionistas. En estas circunstancias, probablemente nos encontraríamos con la desagradable sorpresa de que la supuesta liquidez de los títulos negociables no es más que una ilusión. No dejan de ser significativas a este respecto las recientes tensiones surgidas dentro de los mercados internacionales en el segmento de obligaciones perpétuas a tipos de interés flotante.

Esa explosión de títulos negociables está debilitando, a la vez, el proceso de toma de decisiones que subyace en la concesión de recursos prestables y esto es una causa de una mayor fragilización. Porque mientras éstos se instrumentaban preferentemente a través del crédito, la banca era la encargada de mantener el seguimiento de su calidad, y de resolver los problemas que fueran surgiendo a lo largo de su período de maduración. Estas funciones se veían facilitadas por la existencia de unas relaciones banca-empresa estables y continuas. Sin embargo, este delicado mecanismo, cuya utilidad para la economía queda fuera de toda duda, está siendo hoy cuestionado por la «titularización», como apuntaba en mi Discurso de ingreso, lo que no sólo ha provocado un notable relajamiento en esas relaciones, sino que, además, ha desplazado hacia un desperdigado número de prestamistas labores de control y resolución de problemas anteriormente ejercidas por los bancos. El hecho de que esos nuevos prestamistas carezcan normalmente de los medios necesarios para realizar tales labores, plantea hoy la inquietante cuestión de quién es el que en estos momentos asume la responsabilidad de actuar de guardián del proceso de intermediación. Cuestión que, por el momento, no tiene respuesta. No dejan de ser expresivas a este respecto las dificultades que ha habido que superar para proceder a las reestructuraciones de bonos en los mercados internacionales, precisamente porque en ese mercado se ha acentuado la presencia de intermediarios poco capacitados para esta tarea.

* * *

La conclusión que hay que sacar al observar este panorama, no puede ser otra que aceptar que los mercados financieros son ahora bastante más frágiles que en el pasado. Con la particularidad, además, de que al estar más integrados, la transmisión de eventuales shocks es más rápida, y afecta a un mayor número de instituciones. Ignoro si esta mayor fragilidad es simplemente coyuntural o si, por el contrario, va a convertirse en una característica estructural del proceso de globalización.

Lo que sí sé, es que de ninguna manera podemos quedarnos expectantes hasta comprobar cuál es la capacidad de reacción del sistema. Porque de lo que debemos de estar seguros es de que el mercado global total, amparado en los continuos avances tecnológicos, llegará a ser una realidad en un horizonte

temporal no demasiado lejano, posiblemente mucho más próximo que lo que algunos piensan. Y con todas sus secuelas, positivas y negativas. Este convencimiento es el que justifica la llamada a la reflexión y al debate que estoy tratando de hacer con estos comentarios, en orden a lograr que las respuestas que se adopten, tiendan a aminorar las tensiones y a reconducir el proceso hacia un nuevo equilibrio.

Precisamente, estamos viviendo una experiencia importante en este terreno. Porque la actual crisis bursátil está resultando ser una especie de banco de pruebas de la globalización, de la fragilidad, y de la capacidad de reacción del sistema. En este sentido, la rapidez con que la crisis se ha extendido a todas las Bolsas mundiales, y la evolución convergente de todos sus índices, han servido para mostrarnos que estamos ya plenamente inmersos en el mercado global. La globalización ha dejado de ser una formulación puramente teórica, como lo podía ser en el mes de mayo cuando leí mi Discurso, para convertirse en una realidad empíricamente contrastable.

La caída de las cotizaciones, por otra parte, tiene que estar afectando seriamente a instituciones e intermediarios que han nacido y se han desarrollado en los últimos años. Y esto sí que es un banco de pruebas. Y no sólo por la pérdida de valor de las carteras de acciones en poder de esas entidades, sino porque, además, va a suponer un retraso considerable en el desarrollo de áreas de negocio a las que se había dedicado un importantísimo volumen de recursos. Piénsese, por ejemplo, en el colapso que han sufrido tanto la actividad en el segmento de euroacciones, como la dedicada al diseño de fusiones y absorciones entre empresas, que prácticamente están hoy paralizadas. En cualquier caso, no deja de ser un motivo de satisfacción el hecho de que las autoridades hayan aprendido las lecciones del «crash del 29». Porque la intervención de los bancos centrales, facilitando liquidez al mercado y su acción coordinada en apoyo del dólar, aunque no hayan hecho desaparecer incertidumbres, sí han servido al menos para aminorar de forma muy importante las tensiones.

De todas formas, y aunque es pronto para hacer un balance definitivo de la eficacia de esa clase de medidas, la impresión generalizada es que la coordinación alcanzada por las políticas de los grandes países industrializados está siendo insuficiente. Todavía subsisten grandes desequilibrios en la economía mundial, cuya manifestación más palpable es el grado de desajuste existente entre las balanzas comerciales de Estados Unidos, por una parte, y de Japón y Alemania por otra. Esos desequilibrios son, sin duda, la raíz de la crisis que estamos padeciendo. Lo que ocurre es que el creciente clima de especulación que se respiraba en las bolsas y la superestructura a la que nos venimos refiriendo ha hecho que éstas magnifiquen la crisis. Porque la divergencia entre las expectativas de esos mercados y las de cualquier esperanza de rendimiento a largo en las empresas había llegado a ser insostenible. De ahí el que pueda decirse que el reciente crash bursátil ha tenido un origen real pero un desarrollo y una multiplicación financiera.

Desde una perspectiva más general, conviene volver a recordar que los mercados financieros, a pesar de su mayor eficiencia, han ido progresivamente

desvinculándose del sector real, y que consecuentemente, los mensajes que envían sobre la situación de este último adolecen de notables distorsiones y de multiplicación de efectos. Esta circunstancia es tanto más preocupante por cuanto aquéllos son ahora más volátiles y frágiles que en el pasado, lo que dificulta la intervención de las autoridades, y la coordinación de medidas correctoras a escala internacional, abriendo serios interrogantes sobre los efectos de la presente crisis bursátil en la economía mundial.

En principio, debería esperarse que su impacto no fuera excesivo, aunque sólo sea porque las bolsas tienen un peso relativamente reducido en muchos países desarrollados. En Estados Unidos, país que por el momento se encuentra entre los más afectados, se ha estimado que las pérdidas bursátiles recortarán el incremento del PIB en medio punto ¿quizá uno? Sin embargo, y desde un punto de vista dinámico, el problema con que nos enfrentamos ahora reside en conocer el grado en que la crisis financiera va a deteriorar la confianza de ahorradores e inversores en el sistema, provocando un empeoramiento de las expectativas. Y esto es algo cuyo alcance resulta difícilmente previsible.

Es posible que, en las presentes circunstancias, el desproporcionado crecimiento de lo financiero, así como el carácter global de los mercados, hayan sembrado ya la desconfianza entre un gran número de participantes. En este contexto, no es aventurado imaginar que ese clima debe agravar los perjuicios de la crisis financiera sobre el sector real, y que incluso puede originar una fase de recesión en la economía mundial. Paralelamente, por otra parte, lo más probable es que la caída en las cotizaciones bursátiles promueva una nueva etapa de ajuste y acoplamiento entre las esferas real y financiera. Porque esta crisis está purgando ya al sistema de muchos de sus pasados excesos, a la vez que ha servido para que determinados aspectos de la revolución financiera se analicen de manera más crítica. Este sería el aspecto positivo de la crisis.

Sólo cabe esperar que esa purga no sea excesivamente traumática, lo cual está íntimamente relacionado con la capacidad de los grandes países desarrollados para coordinar sus políticas financieras y fiscales. Si esto llegase a suceder, se lograría minimizar el riesgo de recesión, que en todo caso sería el precio a pagar por el logro de un nuevo acoplamiento entre las dos vertientes de la economía. Superada esta tapa de ajuste, hay que esperar que el mercado global funcione en unas condiciones que deberían asegurar su mayor eficacia en la asignación de recursos. Este futuro posiblemente idílico tardará, sin embargo, en materializarse, aunque, sin duda estamos dando los primeros pasos para llegar a él.

* * *

Y esto es todo lo que yo había pensado decir aquí esta tarde. No he pretendido otra cosa que traer a este ambiente sereno de la Academia, una cuestión que me preocupaba cuando preparé mi Discurso de ingreso, y que ha cobrado en estos días una rabiosa actualidad.

Porque la reflexión y la discusión académica de temas como éste, puede

servir para arrojar luces, y para plantear nuevos puntos de vista. Lo que, normalmente, los que estamos inmersos en el fragor de las tormentas diarias, no somos capaces de hacer, porque realmente es muy difícil alejarse de los problemas que acucian de manera inmediata. Espero sus interpelaciones.