

TORMENTA MONETARIA

Lecciones de las crisis financieras recientes

GUILLERMO DE LA DEHESA

Los mercados financieros nos dan cada año nuevas sorpresas de las que conviene extraer algunas lecciones para evitar problemas mayores en el futuro. A pesar de la incertidumbre propia de los mercados financieros, ¿cuáles son las lecciones de las últimas crisis?

La primera es que los agentes económicos y financieros no parecen haberse acostumbrado aún a actuar en un mundo con una elevada movilidad de capital. No es correcto decir que vivimos en un mundo financiero globalizado, como se oye a menudo, puesto que la movilidad del capital es sólo elevada entre los países desarrollados (y no todos) y empieza a ser alta también con algunos países emergentes, pero todavía es muy baja si la comparamos con la movilidad que ya existe dentro de cada país.

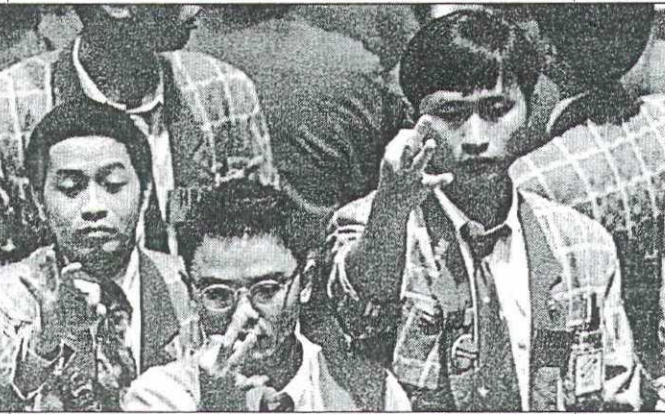
Lo que sí se puede afirmar es que los mercados financieros están mucho más integrados y que buena parte de los agentes económicos y financieros no se han hecho aún a la idea de que las economías en las que actúan no son cerradas y de que los mercados financieros, aunque aún segmentados, empiezan a estar más integrados.

Esta creciente integración ha demostrado que lo que ocurre en un país puede afectar no sólo a otros países en situaciones económicas similares, sino a otros países en situaciones económicas diferentes pero en zonas geográficas cercanas.

Esto es lo que se llama el efecto contagio o efecto contaminación. A mayor integración, mayores efectos contagio. Los casos recientes de contagio entre México, Argentina y Brasil y entre Italia, España y Suecia nos indican que ningún mercado financiero nacional está aislado de lo que ocurre en otros mercados, a veces muy distantes. Este efecto es aún mayor entre países europeos que están en un proceso de unión monetaria y donde la movilidad del capital es mayor.

¿Cómo es posible, dicen las autoridades de los países "contagiados", que los inversores no sepan distinguir entre la situación objetiva de un país y otro y traten por el mismo rasero a ambos?

La respuesta está en que los mercados financieros, aun siendo mucho más perfectos que



Operadores de la Bolsa de Singapur durante una sesión.

El autor hace una reflexión sobre las crisis financieras y sobre las lecciones que, a su juicio, se pueden sacar de ellas.

otros, no son del todo perfectos. Por un lado, la información disponible es asimétrica, costosa e imperfecta. Incluso cuando los inversores poseen información suficiente no suelen procesarla siempre o analizarla correctamente. Por otro lado, las decisiones de inversión están cada vez más concentradas en un menor número de analistas especializados, ya que la gestión colectiva de la inversión está predominando sobre la inversión individual tradicional. Por último, existen economías de escala y de alcance que introducen elevadas barreras de entrada y permiten a las firmas más grandes o más especializadas tener un importante poder sobre el mercado.

Estas imperfecciones de los mercados hacen que haya sobre-reacciones de los agentes, bien positivas (modas) o bien negativas (desconfianzas) ante determinados acontecimientos y que haya efectos contagio a otros

países. España estuvo de moda hace unos años y ahora está bajo desconfianza; sin embargo, es probable que ni lo primero ni lo segundo estaba o está plenamente avalado por las condiciones económicas objetivas (*fundamentals*). Lo importante es lograr no estar ni de moda ni bajo desconfianza. La primera es siempre pasajera, la segunda es peligrosa, y lo peor es pasar directamente de una a otra. Lo que hay que conseguir es una credibilidad estable, y ésta tarda muchos años en conseguirse y, desgraciadamente, poco tiempo en perderse.

La crisis reciente también está demostrando que, cuanto mayor es la apertura e integración de los mercados financieros, la volatilidad tiende a ser mayor y no menor, ya que la mayor parte de la integración financiera se debe a un proceso de mayor diversificación de las carteras por parte de los inversores, en las que mu-

chos mercados representan exclusivamente inversiones marginales que pueden ser modificadas a la mínima decisión de recomposición de las mismas ante cualquier acontecimiento inesperado. España, por ejemplo, no suele representar nunca más de un 1% o 2% de las grandes carteras internacionales. Es decir, cuanto más marginal es un mercado y cuanto más dependiente es de la inversión de los no residente, más volátil tiende a ser.

También está demostrado que las llamadas inversiones a largo plazo son a menudo tan volátiles como las llamadas inversiones a corto plazo. La volatilidad no se debe tanto a las características de cada flujo o a su distinto vencimiento cuanto a los choques externos o internos de cada economía.

Cuando existe desconfianza de los inversores institucionales sobre un país, la volatilidad tiende a afectar a todos los instrumentos financieros, independientemente de su plazo.

Por último, el crecimiento y agilidad de los movimientos de capital hacen más difícil el mantenimiento duradero de sistemas de tipo de cambio fijos, con lo que habrá cada vez una mayor tendencia hacia mantener tipos de cambio flexibles o a crear uniones monetarias como únicas opciones válidas. Además, existe hoy mucho menos margen de divergencia entre las políticas monetarias a medio plazo de cada país, mucho menos tiempo para poder ajustarse a choques específicos en un determinado país y, sobre todo, una mayor presión para alcanzar una convergencia macroeconómica o convergencia nominal. Es decir, el margen de las políticas económicas nacionales, tanto de las monetarias como de buena parte de las fiscales, es cada vez más limitado, con lo que son las reformas estructurales las que determinan en mayor medida las ventajas competitivas de unos países frente a otros.

En resumen, es verdad que en alguna ocasión los mercados financieros no han prestado suficiente atención a las condiciones económicas objetivas (los llamados *fundamentals*) y se han regido por motivos psicológicos más que por datos objetivos, como ha sido el caso de la acumulación de deuda de los países en desa-

rollo en los años setenta o de la crisis del mecanismo de cambios del SME en 1992. La mayor movilidad de los capitales ha influido en estas reacciones excesivas.

Pero también es verdad que, normalmente, los mercados financieros no se equivocan a la hora de decidir cuáles son los activos financieros o las monedas que hay que comprar y las que es conveniente vender. Siempre que ha habido sobre-reacciones en los mercados han sido temporales, y al final se han impuesto los *fundamentals*. Lo que ocurre es que los mercados y países que más sufren son aquellos que no tienen su "virtuosidad" totalmente consolidada. Es decir, los que tienen mayores problemas estructurales o coyunturales, económicos o políticos, suelen ser los mismos que sufren en mayor medida ante la mínima reacción nerviosa de los inversores.

Para evitar sobre-reacciones y contagios hay que mejorar al máximo la calidad y cantidad de información sobre la situación económica y política de los países y de sus empresas, y diseminarla de la manera más amplia en los mercados, ya que, cuanto menor es la calidad y el alcance de la distribución de la información, mayor será la probabilidad de que los inversores encuentren más difícil diferenciar los mejores riesgos de los peores.

En definitiva, no hay por qué creer que los mercados financieros son siempre infalibles y utilizarlos políticamente como arma arrojadiza, ni tampoco hay que extrañarse de que aumenten las desconfianza y el castigo de los mercados financieros cuando éstos perciben que la situación política es inestable, a pesar de que, al mismo tiempo, la situación económica sea muy buena. Los mercados, al invertir, se preocupan de los rendimientos futuros y no de la situación presente. Un Gobierno débil o inestable, o la posibilidad de un Gobierno futuro de las mismas características, tiende a reducir la probabilidad de que haya una política económica virtuosa con vistas al futuro. Lo único que se puede discutir es si dicha percepción es o no es lo suficientemente ajustada a la realidad. Desgraciadamente, en los mercados financieros las percepciones de los inversores tienden irremediablemente a convertirse en realidades, puesto que sus mismas reacciones tienden a acelerar los procesos de deterioro en los casos de desconfianza, y de bonanza en los casos de moda.

Guillermo de la Dehesa es presidente del Consejo Superior de Cámaras.

MINISTERIO DE TRABAJO Y SEGURIDAD SOCIAL SECRETARÍA GENERAL PARA LA SEGURIDAD SOCIAL TESORERÍA GENERAL DE LA SEGURIDAD SOCIAL

ANUNCIO CONCURSO PÚBLICO 3/95 SP

(BOE 1-3-1995)

Objeto: Contratación de las obras de reparación de cubiertas y patios del edificio patrimonial sito en la C/ Almagro, 26, de Madrid.

Presupuesto de licitación: 42.935.143 pesetas.

Fianza provisional: 858.703 pesetas.

Plazo de ejecución: Cuatro meses.

Clasificación del contratista: Grupo C, subgrupo 4, categoría D.

Presentación de las ofertas: Las ofertas se presentarán en el Registro General de la Tesorería General de la Seguridad Social, C/ Astros, 5 y 7, 28007 Madrid, o por correo, en las condiciones y requisitos exigidos en el pliego de condiciones.

MINISTERIO DE TRABAJO Y SEGURIDAD SOCIAL TESORERÍA GENERAL DE LA SEGURIDAD SOCIAL

Astros, 5 y 7, 28007 Madrid

ANUNCIO CONCURSO PÚBLICO Nº 2206/95

Objeto del concurso: Adquisición de edición, suministro y distribución del modelo centralizado de cotización de impresión plana, talonarios y modelo TC-1 mecanizado.

El anuncio de este concurso público para la publicación en el *Diario Oficial de las Comunidades Europeas* fue enviado con fecha 24 de febrero de 1995.

Vencimiento plazo de presentación de

MINISTERIO DE TRABAJO Y SEGURIDAD SOCIAL SECRETARÍA GENERAL PARA LA SEGURIDAD SOCIAL TESORERÍA GENERAL DE LA SEGURIDAD SOCIAL

ANUNCIO CONCURSO PÚBLICO 1/95 SP

(BOE 1-3-1995)

Objeto: Contratación de las obras de reparación de patologías estructurales en el bloque 12, C/ Julián Besteiro, números 10, 12, 14, 16 y 18, del Polígono San Martín, de Barcelona.

Presupuesto de licitación: 83.184.000 pesetas.

Fianza provisional: 1.663.680 pesetas.

Clasificación del contratista: Grupo C, subgrupos todos, categoría E.

Plazo de ejecución: Cuatro meses.

Presentación de las ofertas: Las ofertas se presentarán en el Registro General de la Tesorería General de la Seguridad Social, C/ Astros, 5 y 7, 28007 Madrid, o por correo, en las condiciones y requisitos exigidos en el pliego de condiciones.

Vencimiento plazo presentación de ofertas: Día 24 de marzo de 1995, a las 13 horas.

Fecha de licitación: La licitación, que será pública, se celebrará a las 9.30 horas del día