

# Los peligros de la divergencia entre el mundo real y el mundo financiero

por el Académico de Número

Excmo. Sr. D. ENRIQUE FUENTES QUINTANA (\*)

*Comentarios a las Intervenciones de José Angel Sánchez Asiaín en la Academia de Ciencias Morales y Políticas, días 3 y 10 de noviembre 1987.*

1. El creciente divorcio entre la vida económica real y el mundo financiero constituye uno de los fenómenos más perceptibles en la actualidad, tras la crisis bursátil del 19 de octubre. Pero esa *percepción actual* no significa que el fenómeno cuente con poco menos de un mes de vida. Por el contrario, lo que hoy se percibe con claridad se ha originado por una evolución del sistema financiero a lo largo de unas líneas marcadas por un conjunto de fenómenos que arranca de bastantes años atrás.

Esos fenómenos son:

1.º La crisis del sistema monetario internacional de Bretton Woods, que establecía unos tipos de cambio *fijos* pero *ajustables* que obligaban a los distintos países a adoptar unas medidas de disciplina de su economía interna en caso de desequilibrios fundamentales en sus balanzas de pagos. Ese sistema monetario internacional, por muchos que fueran sus defectos, tenía una virtud fundamental: admitir la existencia de una autoridad mundial que, con el respaldo del poder de los Estados Unidos, forzaba los ajustes precisos de la economía real, evitando las divergencias prolongadas con la vida financiera en los distintos países que la registraban. Excesos en la creación de dinero interno se acusarían sobre el tipo de cambio y su reconocimiento en una devaluación debía venir acompañado por los correspondientes ajustes de la economía

---

(\*) Sesión del día 17 de noviembre de 1987.

real a través de los planes de estabilización impuestos por la disciplina de las políticas defendidas por el Fondo Monetario Internacional.

Esa autoridad central global (el Fondo Monetario Internacional) —y el poder de Estados Unidos que la avalaba— facilitaban la necesaria administración o gestión internacional de las corrientes financieras de la que precisaba una economía que se había globalizado.

La ruptura del sistema monetario internacional al establecerse los tipos de cambio flotantes supuso el sacrificio de la autoridad del Fondo Monetario Internacional, puesta en entredicho por la propia autoridad que sostenía el sistema —Estados Unidos, causante de esos desequilibrios con su política de inflación de dólares creados por los déficit de la balanza de pagos americana en la segunda mitad de los 60— desequilibrios que están tras la caída del sistema monetario internacional de Bretton Woods a partir de 1971.

Desde entonces, el mundo vive sin la disciplina del sistema monetario internacional que ha tenido que sustituir con arreglos provisionales, consejos suasorios del *Fondo Monetario Internacional* y con las llamadas a la cooperación económica internacional, de limitado valor para imponer los ajustes necesarios en la actividad financiera y económica de los distintos países.

2.º A partir de esa premisa *esencial*, los tres grandes movimientos que afectan al sistema financiero: la desreglamentación, la innovación y la titularización, que acompañan a la globalización que refuerza sus consecuencias, han provocado el creciente divorcio entre la economía real y la financiera en los distintos países.

La *innovación* ha permitido que el crecimiento en la cantidad de dinero discurra al margen de la política monetaria de los bancos centrales originando una creación indisciplinada de liquidez que no ha podido evitar el control monetario. Se han financiado así —por múltiples medios— las alternativas disponibles para aplazar los ajustes *reales* de las distintas economías reclamados por la crisis económica interna a partir de 1973.

La *titularización*, ha permitido que los sistemas financieros incurriesen en riesgos mayores antes vigilados en su cuantía por la relación directa banca-clientes, consustancial a la política de créditos. Hoy esa relación banca-clientes se ha roto por la titularización y por la falta de una supervisión eficiente del banco central sobre los instrumentos e instituciones que han operado en ese proceso de titularización.

Se ha producido así la paradójica situación de que el sistema financiero se ha globalizado, innovando al margen de la disciplina financiera (escapando a la regulación y al control de la política monetaria) y extendiendo el proceso de titularización que dificulta —cuando no impide— la supervisión eficiente de los bancos centrales.

Por otra parte, esas actividades del sistema financiero, han facilitado el alargamiento de los ajustes reales impuestos por la crisis económica. Dicho en otras palabras: cuánto más necesario era evitar el divorcio entre la economía real y la financiera menos disponibles han estado los medios necesarios para conseguir ese propósito por la carencia de una autoridad global que discipli-

nase la creación de medios financieros y la operatoria de las instituciones que los administraban.

De estos dos fenómenos se siguen dos consecuencias de excepcional gravedad:

a) Los ajustes reales de la economía han sido diferidos y aplazados por el sistema financiero. El sistema financiero ha ofrecido los medios precisos para demorar o no realizar los ajustes productivos en el tiempo preciso, ajustes exigidos imperativamente por la crisis (reestructuraciones industriales de todo tipo, rigideces en los mercados de bienes o factores, desequilibrios internos y exteriores), manteniendo unas apariencias de normalidad que ocultaban la existencia de esos ajustes y desequilibrios trasladándolos al futuro que los iba a reclamar como inexorables. Este aplazamiento de las políticas de rigor gracias a los medios e instituciones financieras, supone una utilización discutible de los fondos de ahorro disponibles, ya que, en efecto, lo que realmente ha importado en todas esas operaciones financieras es que fueran posibles, lo que equivalía a que fueran financieramente rentables y no que esas operaciones resolvieran los problemas económicos planteados a los diversos países.

b) El sistema financiero ha aumentado su fragilidad porque ha incurrido en riesgos no supervisados por las autoridades monetarias debidamente, al utilizarse medios y vías institucionales para las que se carecía de alternativas eficientes de control bancario y de inspección por parte de los bancos centrales.

El tratamiento de todos estos problemas ha despertado la necesidad de restablecer la disciplina de las instituciones financieras a lo largo de determinadas líneas recogidas en el Discurso de ingreso de José Angel Sánchez Asiain<sup>1</sup>.

Sin embargo, ninguna de esas actuaciones ha tenido el carácter preventivo y suficiente que debe tener siempre la inspección financiera y, al estallar la crisis bursátil, el divorcio de esos comportamientos con la economía real va a suponer el pago de un coste elevado, tanto mayor cuanto mayor haya sido la proliferación de esas operaciones.

Este coste está en gran parte por llegar y constituye motivo de fundada preocupación en el momento económico que vivimos.

2. El divorcio entre lo real y lo financiero ha venido, fundamentalmente en el pasado, de que el *mundo financiero* por distintas instancias y procedimientos, ha exagerado notablemente lo que sucedía en la economía real. Es decir, es un divorcio que se ha producido por un alejamiento de la realidad de la economía financiera. Sin embargo, el peligro actual reside en que esas divergencias, ya existentes, entre economía real y economía financiera, que suponen una deformación exagerada de la economía financiera respecto de la real, cobren en el futuro una mayor importancia, es decir, un mayor desnivel. Ese peligro futuro reside en que si la economía real no resuelve sus actuales problemas, las divergencias entre economía real y economía financiera se producirán en este caso por una caída de la economía real, reforzándose así la futura caída de la

---

1. «Reflexiones sobre la banca. Los nuevos espacios del negocio Bancario». Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, Madrid, 1987.

economía financiera para ajustarse a los comportamientos reales. Por este motivo, resulta del máximo interés prevenir ulteriores deterioros de la economía real en el momento presente, con el fin de que esa caída de la economía real no se produzca y dé lugar a sucesivas y más graves caídas de la economía financiera. Prevenir estas caídas de la actividad económica real debería ser el objetivo prioritario de la política económica.

Y, ¿cuáles son los problemas que actualmente amenazan a la economía real cuya continuidad puede dar lugar a un divorcio aún mayor entre economía real y economía financiera? Una respuesta a esta pregunta sería la de que la economía real debe atender en los momentos presentes a dos grupos de problemas diferentes: I) Los más urgentes planteados por la contención de los efectos de la crisis bursátil sobre la economía real, y II) Los más importantes planteados por los desequilibrios del comercio internacional que constituyen la más seria amenaza al desarrollo de los distintos países.

I. Atajar las consecuencias inmediatas de la crisis bursátil constituye el origen de una serie de decisiones de política económica. Esas decisiones se han manifestado:

A) En el campo de la política monetaria, que ha tratado de acomodar las demandas de liquidez nacidas de la crisis por los bancos centrales. Esta política, hoy generalmente seguida en todos los países, afronta el riesgo de caer en sus excesos, con el riesgo de alentar la inflación. Debe evitarse, tanto que esa política de acomodo de la liquidez sea insuficiente, como que sea excesiva.

B) Desde todas las instancias internas e internacionales se ha acentuado la conveniencia de no caer bajo ningún pretexto, en una política comercial proteccionista que constituiría la puerta del suicidio.

En todo caso, la cura de los males creados por la crisis bursátil, necesitará de un reacomodo de las expectativas, tanto empresariales como de los consumidores, las cuáles serían muy alentadas por la existencia de pruebas de una cooperación internacional a lo largo de las líneas indicadas. Con todo, los costes ya registrados por la crisis bursátil, no serán leves, afectando en los meses próximos a la demanda de consumo y a las tasas de desarrollo del PIB. Especular hoy en *cuanto* constituye un juego más abierto al azar que a la predicción fundada.

II. Los problemas planteados por los desequilibrios del comercio internacional constituyen, sin duda, la amenaza más importante para el desarrollo continuado de las economías occidentales. El tratamiento de esos desequilibrios debe desarrollarse en *tres* escenarios: A) En Estados Unidos. B) En las políticas de cooperación de Japón y Alemania Occidental. C) En un tratamiento mejor de los problemas de la deuda del tercer mundo.

Ad. A) En el fondo de los desequilibrios del comercio mundial está presente el desequilibrio de los procesos de ahorro e inversión que muestran los dos déficit gemelos de los Estados Unidos: el de la balanza de pagos y el déficit del sector público. Quizás la manera más simple de traducir es la que se expresa en una ecuación elemental: el ahorro privado americano se cifra en el 16 por ciento del PIB. De ese 16 por ciento, un 4 por ciento corresponde al

ahorro de las familias, 12 por ciento al ahorro de las empresas. El Estado aparece como un desahorrador neto, siendo su endeudamiento del 3,5 del PIB. Dicho en otros términos, el *ahorro neto americano* (descontado el desahorro del sector público) se cifra en 12,5 puntos del PIB. La inversión interna americana está situada en el 16 por ciento del PIB. Por tanto, la insuficiencia del ahorro interno respecto de la inversión americana es del 3,5 por ciento que coincide con el déficit de su balanza de pagos por cuenta corriente. Estados Unidos vive por encima de sus medios en un 3,5 de sus recursos totales. De ese comportamiento se siguen los desequilibrios de su balanza de pagos y de los intercambios internacionales.

El reequilibrio de la economía mundial demandaría que los Estados Unidos ajusten su economía para vivir con arreglo a sus medios. Ese ajuste de la demanda interna a la oferta interna de Estados Unidos exige actuar sobre el déficit presupuestario, problema real número 1 de la economía americana y de la economía mundial. La reducción del déficit público americano debe producirse de una manera programada, lo que constituye su gran problema interno como demuestran los acontecimientos recientes. Es claro, sin embargo, que si ese problema del déficit público no se resuelve, los desequilibrios de la economía mundial continuarán porque de él se desprenderá inmediatamente el desequilibrio de su balanza de pagos y ésta afectará al mercado de cambios y a los mercados de valores.

Por otra parte, el dólar debe buscar una *nueva paridad*, coherente con la situación actual y futura de sus pagos exteriores, facilitada por una política presupuestaria realista y la coordinación de las políticas económicas de Japón y Alemania Occidental. Esa nueva paridad del dólar, asistida y avalada por las medidas de acompañamiento debe realizar la costosa y dilatada tarea de ajustar la balanza de pagos americana.

Ad. B) La cooperación de Alemania Occidental y Japón es básica para evitar una nueva depresión mundial. La práctica de políticas expansivas internas para suplir a la demanda internacional de Estados Unidos constituye su objetivo fundamental. Japón ha adoptado recientes medidas expansivas de carácter fiscal y monetario, pero sus mercados continúan siendo poco hospitalarios a las mercancías extranjeras. Una mayor apertura externa de Japón podría mejorar además los desequilibrios del comercio internacional y reducir o al menos mantener los precios internos. El ajuste *estructural* de la economía japonesa debería realizarse a lo largo de las líneas previstas en el Informe Maekawa destacando, en particular, la importancia de aquellas medidas que proponen un uso mejor del espacio a través de una reforma agraria que pueda llevar a una expansión de la oferta de productos agrícolas. También debería discurrir en el sentido previsto de una reducción de la protección agraria que permita mantener los precios internos.

Alemania Occidental se desarrolla por bajo de su crecimiento potencial. Este es el otro gran problema de la economía internacional presente. Esa falta de crecimiento alemán debería ser estimulado por medidas de política fiscal y monetaria. Ese objetivo no es fácil de conseguir porque su actual pasividad se

basa en convicciones profundas de la sociedad alemana y en las dificultades de introducir a corto plazo reformas en sus políticas internas. Pero, en cualquier caso, si estas reformas no se adoptan, la continuidad de la recuperación de la economía occidental será muy difícil.

Ad. C) Resolver los problemas de la deuda externa en los países en desarrollo constituye, sin duda, otra gran cuestión pendiente en los momentos presentes. Es difícil que en una economía mundial que crece lentamente y que se muestra progresivamente cerrada a las exportaciones de los países en vías de desarrollo, éstos puedan realizar el esfuerzo necesario para afrontar a las obligaciones resultantes de los viejos préstamos. Condonaciones, reestructuraciones de deuda, renovaciones de préstamos, créditos adicionales, han supuesto en años pasados una ayuda estimable pero insuficiente para permitir que los países en vías de desarrollo cumplieran con las dos funciones básicas que hoy deben desempeñar en el contexto mundial. Una es conseguir el crecimiento que se necesita para la mejora social y para satisfacer las aspiraciones democráticas de los ciudadanos de estos países sometidos a unas enormes tensiones sociales debidas al corto crecimiento de sus rentas y a la desigualdad de su distribución. La otra es proporcionar un mercado en expansión para las exportaciones industriales de los países desarrollados.

Adoptar unas medidas conjuntas para aligerar sustancialmente el peso de la deuda en los países en vías de desarrollo ha sido una aspiración constante de la política económica en años pasados pero, hasta ahora, insuficientemente satisfecha. Articular esa política, utilizando los múltiples medios abiertos a la misma, constituye una acción de importancia difícil de exagerar en los momentos presentes.