

# Cap on va la pesseta?

Joan Cavallé i Miranda (\*)

## Una situació d'elevada volatilitat

La Pesseta, igual que la majoria de divises considerades perifèriques, està passant en els darrers anys una situació d'elevada volatilitat, com a resultat de diverses circumstàncies que l'estan afectant:

- 1) Les tensions en els mercats internacionals entre les grans economies, USA, Japó i Europa. Aquestes tensions han portat a una manifesta debilitat del \$ que està introduint grans distorsions a nivell mundial en els mercats de Renda Fixa, Borses i també Divises. Aquestes tensions són el resultat de les diferents fases del cicle econòmic en què estan els diferents blocs, Europa, Àsia i Estats Units i les tensions comercials o també financeres que puntualment es produeixen entre ells.
- 2) Les canviants expectatives respecte al calendari de la UEM que afavoreixen, en determinats moments, l'aparició d'incerteses en els mercats i en els països que integraran la Unió des d'un primer moment, tenint en compte d'altra banda, la pràctica unanimitat que el fet no es produirà el 1.997 sinó, com a mínim, el 1.999. En aquest context cal destacar la incertesa respecte al paper que els països perifèrics europeus juguen en la UEM i, per tant, la pèrdua del seu atractiu com a Centres receptors d'inversions financeres.
- 3) El canviant escenari polític i macroeconòmic del país i les dificultats del Govern per abordar un molt rigorós programa econòmic de convergència, com a resultat del fet que el nostre país està incomplint tots els requisits de convergència que es varen acordar a Maastricht, requereix com a mínim un amplíssim consens i importants sacrificis difícils d'aconseguir en l'actual conjuntura política.

D'altra banda, hom observa una hipersensibilitat al vessant financer de l'Economia com resultat de l'aparició de conflictes puntuals que provoquen un clima d'incertesa econòmica, d'entre els quals destaquem:

- 1) El conflicte entre els EUA i Japó referent al dèficit comercial americà i l'obertura exterior del Japó.
- 2) El conflicte en el si del NAFTA, ja que la crisi mexicana, més important del que inicialment s'havia previst, pot arrossegar problemes per als EUA. D'altra banda, igual que el 1.982 hi ha el temor que la crisi mexicana pugui reproduir-se a altres països llatinoamericans amb les negatives conseqüències que això tindria sobre els EUA, com va passar els anys 80.
- 3) El conflicte a Europa, tot apropant-se la data de la materialització de la UEM que posa de manifest, després de la recessió que han patit els

---

(\*) Subdirector General BANKPIME

països europeus el 1.992 i 1.993, una molt diferent disposició per afrontar la fase final de la Unió Monetària.

De resultes d'això estem assistint a l'ensorrament del \$ en un moment en què l'economia USA està constatant taxes de creixement superiors al 4% i no presenta senyals d'inflació, en magnitud inferior al 2,0%, al mateix temps que està creant ocupació de forma molt important. També cal dir que les expectatives per als propers mesos són molt favorables per aquest país i la seva economia. El dèficit comercial s'està reduint des del quart trimestre de 1.994 (malgrat el rècord de 100.000 milions \$). El dèficit Públic també és objecte de control i existeix un programa de dèficit 0 per al 2.002.

Assistim a una fortalesa del ien tot just quan l'economia japonesa està immersa en una molt greu recessió, amb unes expectatives de creixement econòmic i de les exportacions no especialment favorables i uns mercats interns de capitals que han registrat importantíssimes pèrdues en els darrers 3 anys i uns tipus d'interès en mínims històrics.

En l'àmbit d'Europa s'està produint una batalla canviària que té als Bancs Centrals i als Governos en guàrdia i pendents de prendre mesures de tipus radical en qualsevol moment. La debilitat de la Pesseta, el Franc Francès o la Lira està posant problemes importants als respectius Bancs Centrals, que han de lluitar en solitari enfront de la fortalesa del Marc, amb les conseqüències que això comporta:

- 1) Tensionament no desitjat dels tipus d'interès que retardarien, de mantenir-se, la reactivació econòmica i que crearien problemes d'absorció de la important taxa d'atur en aquests països.
- 2) Encariment de les importacions i, per tant, expectatives negatives d'inflació derivades de la depreciació de les seves divises. Aquests efectes negatius no compensarien la millora de l'exportació en aquesta fase del cicle.
- 3) Augment del Dèficit Públic i de la càrrega d'interessos del deute com a resultat de la menor reactivació econòmica i del més elevat nivell de tipus d'interès.
- 4) Dificultats per a la captació del finançament exterior a través dels Mercats de Deute, provocant efectes alcistes sobre els tipus d'interès de mitjà i llarg termini.

D'altra banda, aquesta pressió apreciativa del Marc també pot crear problemes als països amb divisa forta, com la pròpia Alemanya, en ser susceptible de desaparar-se la liquiditat de l'economia i, per tant, un augment dels agregats monetaris, fet que suposa una pressió alcista sobre els tipus d'interès. Això aniria acompanyat d'una reducció de la competitivitat exterior dels productes alemanys i, per tant, retardaria la seva recuperació econòmica.

### **Quina és la base de tot aquest enrenou i desgavell en els mercats de divises?**

Podem considerar quatre tipus de circumstàncies: 1) Aquelles que són resultat dels canvis en l'estructura i funcionament del Sistema Financer Internacional; 2) els canvis en els processos de presa de decisions; 3) el paper de les Autoritats Polítiques i Econòmiques i, 4) la realitat Macroeconòmica i la configuració d'un món econòmicament més integrat.

*Quant als aspectes relatius al Sistema Financer Internacional cal esmentar:*

En primer lloc, que tot aquest moviment es produeix gràcies a la *llibertat en els moviments de capital* arreu del món. Però no podem dir que en siguin la seva causa. El mal no és el moviment en si, sinó la raó per la qual els capitals es mouen d'un mercat a l'altre.



En segon lloc, la *institucionalització de l'estalvi*. L'estalvi en adoptar la forma d'inversió col·lectiva ha dut a un canvi en els requeriments de la gestió financera actual. Aquesta, posa l'accent en l'adaptació de les carteres d'inversió a les condicions dels mercats. Això significa que es produeixen canvis importants en la composició de les carteres d'actius, que afavoreixen la volatilitat i agreugen els moviments dels mercats.

En tercer lloc, les *comunicacions i sistemes d'informació* que permeten realitzar transaccions a escala planetària de forma instantània. D'aquesta forma es produeixen variacions molt importants i sobtades en els mercats, de resultes de canvis en les expectatives dels operadors, bé siguin a conseqüència d'un indicador macroeconòmic -unes declaracions d'un responsable polític o econòmic de qualsevol país- o bé d'un esdeveniment militar o catastròfic en qualsevol racó del món.

En quart lloc, la *innovació financera* també té un paper molt important. La fenomenal difusió dels productes derivats en els darrers anys ha donat liquiditat als instruments subjacents, però també ha introduït major volatilitat. Així, a conseqüència de: 1r) la facilitat d'utilització; 2n) la manca de grans requeriments de capital per prendre posicions i 3r) l'elevada liquiditat, s'estan desencadenant elements d'interrelació entre mercats, no solament dels derivats sinó també dels subjacents, fins ara inèdits i dels quals poc coneixem i que poden generar conseqüències del tot inesperades. Les antigues interrelacions entre mercats de Renda Fixa, les Borses, els Mercats Monetaris i els Mercats de Divises són ara més complexes i no sempre del mateix signe. Són canviants en el temps, segons la conjuntura econòmica, el tipus de conflictes o l'estat de les expectatives.

*D'altra banda cal considerar que actualment els participants en els mercats disposen de noves eines de treball per prendre decisions:*

- 1) *Anàlisi fonamental macroeconòmica*, que podem considerar amb validesa en una perspectiva a mitjà i llarg termini. Actualment tota dada econòmica o financera de cada país o empresa és valorada de forma precisa pels analistes, que prenen decisions o que elaboren recomanacions en funció de les dades reals i de les esperades.
- 2) *Anàlisi tècnica* i "chartista", que és la gran inspiradora de la presa de decisions de curt termini. L'anàlisi tècnica té com fonament l'estudi de les dades de preus i mitjançant diverses formulacions matemàtiques s'extreuen conclusions sobre tendències, nivells de suport, resistència, etc. Les influències d'aquest fenomen sobre els fonaments macroeconòmics són encara poc coneguts i cal considerar la usual contradicció entre les conclusions a què s'arriba mitjançant l'anàlisi fonamental i les de l'anàlisi tècnica, fet que fa sovint intel·ligible el comportament del mercat.
- 3) El que podríem dir sensibilitat o *clima* del mercat. El clima es manifesta en una visió positiva o negativa de qualsevol indicador i les seves repercussions sobre cada mercat.

Aquesta sensibilitat cal considerar-la amb una importància significativa en episodis puntuals, atès que conforma un estat d'opinió generalitzat vers una divisa, un actiu o un país que difícilment pot ésser modificat a curt termini.

Com a resultat de tot l'anteriorment esmentat pot concloure's dient que la sobirania dels mercats pot condicionar l'evolució macroeconòmica, els objectius de les Autoritats Econòmiques i les decisions que aquestes hagin de prendre. Per aquesta raó, *el paper de les Autoritats Monetàries*

*i Econòmiques* ha canviat respecte al que tenien tradicionalment. Això suposa assumir:

- 1) *El paper de client* dels mercats i per tant la importància d'adaptar-se als requeriments d'aquests.
- 2) La necessitat d'una major *coordinació entre les institucions públiques dels diferents països*, resultat de la dimensió internacional dels moviments de capitals.
- 3) La necessària *congruència entre la informació macroeconòmica disponible, cada vegada més acurada, i els missatges, objectius i plans de les Autoritats Econòmiques*. Si no es produeix aquesta congruència, els mercats estan abocats a la incertesa i, per tant, a la volatilitat.

Finalment cal considerar que la realitat macroeconòmica actual i les perspectives de la UEM suposen que els països amb més dèficit públic, més problemes polítics per portar a terme una política de convergència -que el bloc del Marc encapsala, amb una divisa amb historial de depreciació (la Pesseta en tres anys ha tingut 4 devaluacions) i uns mercats de capitals i de Deute Públic estrets (una de les causes de la greu caiguda del mercat de Deute de l'any 94 va ésser l'especulació del 93)- actuen com elements molt negatius per a la percepció exterior de l'economia espanyola.

*Les consideracions que caldrà fer per a la futura evolució de la Pesseta són:*

- 1) Qualitat del país en termes d'*estabilitat política*. Aquest element, desgraciadament ha estat en qüestió en els darrers mesos.
- 2) Manifestació d'una *actitud decidida del Govern i de les Autoritats Monetàries* en relació a:
  - a) La reducció del *Dèficit Públic*.
  - b) Aconseguir situar la *Taxa d'Inflació* a nivells de convergència (3,5%).
  - c) Abordar les *reformes estructurals bàsiques* pendents, com són: la flexibilització del mercat laboral, de determinats serveis etc.
- 3) *Independència* demostrada del *Banc d'Espanya* en les seves actuacions de Política Monetària, tant pel que fa a la política canviària com pel que fa als tipus d'interès. Des d'aquesta òptica Banc d'Espanya té pocs graus de llibertat en matèria canviària, doncs des del 1.992 es demostra que cap Banc Central pot incidir de forma duradora i estable sobre la seva paritat quan es produeix un atac sobre una divisa sense risc de perdre les seves reserves, com es va posar de relleu el 1.992. El rigor que Banc d'Espanya pugui donar a les seves intervencions en els mercats serà determinant per a la credibilitat de la Pesseta. La persecució de l'objectiu d'inflació 3% per al 96/97 serà fonamental per a la nostra divisa.
- 4) Qualitat del país en termes d'atractiu per als inversors en el sentit d'homogeneïtzació dels *Mercats als estàndards internacionals* pel que fa als sistemes de negociació, compensació, liquidació, etc. El nostre país ha recorregut un molt important trajecte i es pot considerar que té una base de mercat suficientment desenvolupada per competir amb altres països de similars característiques, com pot ésser el cas d'Itàlia o de Suècia.

## Conclusions

Finalment, i a tall de conclusions, considerar dos aspectes fonamentals per valorar la possible evolució de la Pesseta: En primer lloc, en una perspectiva de mitjà i llarg termini podem considerar la Pesseta com una divisa abocada a:

- 1) Manteniment dels *tipus d'interès reals més elevats* que els nostres veïns, atès:
- a) L'elevat dèficit públic i la càrrega financera en el Pressupost de l'Estat.
  - b) La taxa d'inflació més elevada i inelàstica a la baixa.
  - c) La insuficiència de l'estalvi intern per finançar el creixement econòmic.
  - d) La prima de risk per rating inferior als veïns.

2) Manteniment d'una *tendència depreciadora de la Pesseta*, gràcies a:

- a) Taxa d'inflació més alta.
- b) Necessitat de donar competitivitat als productes espanyols en els mercats internacionals.

D'altra banda, pel que fa a una evolució a curt termini existeixen una sèrie de factors, d'entre els quals destaquem:

- a) La menor dimensió del mercat de la Pesseta (considerem els mercats monetaris, de capitals i de divises).
- b) La participació dels inversors no residents decisiva per orientar el sentit del mercat.
- c) La consideració de país perifèric suposa que els episodis crítics en els mercats internacionals són més aguts en el nostre. El fenomen de "fly to quality" crea importants turbulències en els nostres mercats que desencadenen un comportament caracteritzat per:
  - 1) *Elevada volatilitat* de la paritat de la Pesseta respecte a les divises centrals europees,
  - 2) El *comportament erràtic* de la nostra divisa com a resultat de les diferents forces que actuen sobre ella.