

Palazuelos, Enrique, La globalización financiera:
La internacionalización del capital financiero a finales
del siglo XX, Ed. Síntesis, España, 1998, caps 1, 3 y 4.

1

ORÍGENES DEL PROCESO INTERNACIONALIZADOR

1.1. Factores desencadenantes

Tomando en cuenta las características que adoptó la economía internacional durante la segunda mitad de los años setenta, debe repararse inicialmente en la repercusión que tuvieron distintos factores sobre el nuevo orden financiero internacional, en un contexto económico netamente recesivo donde los principales países desarrollados perdieron más de la mitad de la capacidad de crecimiento que habían logrado durante las décadas anteriores. Los factores a examinar son los siguientes: *a)* la crisis definitiva del sistema monetario internacional; *b)* la colocación en las economías occidentales del excedente comercial en dólares logrado por los países árabes a través de la exportación de petróleo; *c)* la desorganización de los mercados de materias primas; *d)* el cambio en la estrategia financiera de las grandes corporaciones transnacionales; y *e)* los crecientes déficit presupuestarios de los países desarrollados. En el punto de partida, operando como telón de fondo en el que intervinieron esos factores, deben considerarse dos cuestiones fundamentales: la crisis económica y el exceso de dólares líquidos que circulaban por la economía mundial.

La crisis económica se fue gestando durante la segunda mitad de los años sesenta y estalló definitivamente en la primera mitad de los años setenta, según se analiza en E. Palazuelos *et al.* (1986 y 1988). Quebró así un modelo de acumulación que durante los años cincuenta y sesenta había proporcionado a las economías desarrolladas un crecimiento económico elevado y relativamente estable. Entre otras consecuencias, dicha quiebra supuso el descenso de la tasa de rentabilidad de las empresas, la ruptura del marco de relaciones redistributivos y de consenso social y la descomposición del marco de relaciones económicas internacionales que hasta entonces habían estado vigentes.

Precisamente uno de los rasgos más notables de esa descomposición consistió en la incesante salida de dólares desde la economía de los Estados Uni-

dos hacia el resto de los países a través de los crecientes déficit registrados por la balanza de pagos de aquella economía. De ese modo, como detalla F. Block (1980), sin que las autoridades norteamericanas aplicaran las restricciones monetarias internas que exigía la corrección de ese fuerte desequilibrio externo, la circulación monetaria internacional recibió una continua inyección de liquidez. El exceso de dólares se convertía así en un problema monetario para los demás países, a la vez que hacía inviable el funcionamiento del sistema monetario internacional establecido en 1944.

1.1.1. Desaparición del sistema monetario internacional

Es así que, en el frontispicio de la expansión de los mercados internacionales de divisas y de capitales, se encuentra la quiebra de los mecanismos monetarios acordados en Bretton Woods. La persistente inadecuación de aquel sistema monetario al contexto económico surgió durante la expansión económica de los años cincuenta y sesenta hizo necesaria la adopción de sucesivas reformas que se fueron introduciendo a lo largo de esa última década: la constitución del *pool* del oro en 1961, el Acuerdo General de Préstamos en 1962, la formación del doble mercado del oro en 1968 y la emisión de los Derechos Especiales de Giro en 1969.

La situación exterior de la economía estadounidense se deterioró hasta el punto en que las reservas de oro y activos internacionales en manos de la Reserva Federal apenas suponían el 10% de las reservas mundiales (frente a casi el 60% en 1949) y su cantidad de oro —que era la base sobre la que se establecía el valor del dólar— sólo podía respaldar uno de cada diez dólares que circulaban por el mundo. En esas circunstancias, en agosto de 1971 Richard Nixon decidió poner fin a la convertibilidad dólar-oro, rompiendo así la premisa fundamental en la que se sustentaba el sistema monetario internacional creado en 1944.

Durante los años siguientes se llevaron a cabo diversos intentos para mantener en funcionamiento ciertas reglas monetarias comunes. Surgieron entonces el *Smithsonian Agreement* y otras propuestas que se presentaron en el Grupo de los 10 países más industrializados, el Comité de los Veinte y el Comité Interino, debatiéndose en el seno del Fondo Monetario Internacional. Una tras otras, esas propuestas fueron fracasando hasta que en la cumbre de Jamaica, celebrada en enero de 1976, se formalizó el reconocimiento institucional de lo que ya era una realidad desde 1973: el funcionamiento de tasas de cambio flotantes, de modo que las monedas no tenían ninguna vinculación directa con el oro ni con ningún otro numerario de referencia, por lo tanto, ningún gobierno tenía que asumir la obligación previa de garantizar la paridad fija de su moneda nacional. La norma básica del nuevo escenario monetario mundial consistía en la ausencia de normas, por lo que, como señala E. Ortiveros (1997) el nuevo sistema monetario era de hecho un *no-sistema*.

Recuadro 1.1

Contexto recessivo de los años setenta

En el conjunto de los países de la OCDE, el crecimiento del producto interior bruto se redujo desde una tasa media anual del 5,1% en el intervalo 1960-1968 a otra del 2,6% entre 1973-1979. El descenso fue del 4,4% al 2,4% en los Estados Unidos; del 4,1% al 2,3% en Alemania Federal; del 3,1% al 1,5% en Gran Bretaña; del 5,4% al 3,1% en Francia y del 10,4% al 3,6% en Japón.

En términos de productividad media del trabajo (PIB por empleado), el retroceso fue todavía más agudo, ya que la tasa media de crecimiento disminuyó desde el 4,1% al 1,5% anual en el conjunto de los países de la OCDE.

Fuente: OCDE, *Historical Statistics*.

Concluía así un largo periodo en el que la liquidez monetaria internacional se había administrado a través de los saldos negativos de la balanza de pagos de los Estados Unidos, siendo ése el único modo de regular la oferta de dólares que circulaba por la economía mundial. En adelante la liquidez quedaría determinada por las condiciones financieras internacionales, lo que en otras palabras significaba que serían los mercados financieros los proveedores de la oferta monetaria internacional.

La posición intransigente de la administración norteamericana, con el respaldo de las máximas autoridades del Fondo Monetario Internacional, anuló cualquier posibilidad de que tanto el oro como los DEG pudieran jugar un papel más activo como referentes básicos de un nuevo ordenamiento monetario. Desde 1975 el FMI dejó de publicar un precio oficial para el oro, a la vez que esa institución y la Reserva Federal de los Estados Unidos procedieron a vender parte del oro que tenían en sus reservas, como muestra inequívoca de que las nuevas reglas monetarias excluían cualquier margen de monetización de ese metal precioso.

Los defensores de la flotación de las monedas, es decir, de la variación de las tasas de cambio sin condiciones previas, ensalzaban por entonces las notables ventajas del nuevo esquema de funcionamiento. Los ajustes monetarios internos podrían realizarse con mayor suavidad, puesto que no estaban sujetos a la rigidez que imponían las tasas de cambio fijas. Los bancos centrales no tendrían que seguir gastando sus reservas en mantener la paridad de sus monedas. Los gobernantes de cada país podrían decidir su propia política cambiaria, obteniendo así una mayor autonomía para elaborar sus políticas monetarias y fiscales, sin tener que someterse a condicionantes externos, de modo que podrían

modalidades de contratación, de financiación y de intermediación en el comercio de metales, artículos agropecuarios y productos energéticos.

Debido a su gran dimensión e influencia económica, el mercado de crudos de petróleo fue el paradigma de esas nuevas experiencias comerciales y financieras. El *shock* de 1973 supuso el desvertebramiento de una parte significativa de las redes comerciales que previamente habían sido establecidas bajo el estricto control oligopólico de las grandes compañías estadounidenses (Exxon, Mobil, Texaco, Gulf, Chevron) y europeas (British Petroleum, Shell).

Como explica D. Yerguin (1992), desde el lado de la oferta la mayoría de los países productores nacionalizaron su producción de crudos, o bien suspendieron las concesiones de explotación de sus yacimientos otorgadas décadas antes, procediendo seguidamente a modificar las condiciones de los contratos de entrega a las compañías occidentales que exportaban sus crudos. A la vez, surgieron nuevos países productores que estaban en condiciones de lanzar cantidades crecientes de crudos al mercado internacional a través de sus compañías nacionales.

Desde el lado de la demanda, muchas refineras que se dedicaban a la producción de derivados petrolíferos, igual que las empresas estatales dedicadas a la importación de crudos, buscaron la forma de garantizar sus compras con precios más estables y en plazos establecidos. Así fue cómo las grandes petroleras tuvieron que modificar sus condiciones de compra-venta y no pudieron evitar la aparición de una pléyade de intermediarios deseosos de aprovechar los rescios creados por las condiciones de un mercado volátil, confuso y desorganizado.

El segundo *shock* de 1979, tras el derrocamiento del sha de Persia y el estallido de la guerra Irán-Irak, estimuló más la proyección exportadora de México y de países como Egipto, Malasia, Angola y China. Las grandes compañías petroleras optaron entonces por ampliar sus formas de venta al contado, que ya en 1982 representaban el 50% de su volumen de contratación, en tanto que los múltiples intermediarios existentes y las agencias estatales de los países exportadores apostaron por los contratos a plazo y de futuros. Se originó así una centuplicación de las operaciones comerciales de compra-venta de crudos, que generalmente requerían la utilización o el respaldo de grandes volúmenes de capital para participar en esos negocios. Una misma partida del producto era objeto de un gran número de transacciones efectuadas a través de intermediarios que en muchos casos no tenían ningún vínculo directo con el petróleo, pero que estaban dispuestos a aprovechar las expectativas de lucro que se presentaban mediante la compra de importantes cantidades de crudos que posteriormente vendían a un precio superior.

En el transcurso de esas operaciones se fue reduciendo el margen de beneficio por unidad, de modo que la posibilidad de obtener importantes ganancias se cifraba en la magnitud global de las compra-ventas y en las formas financieras fijadas en los contratos para protegerse frente a diversas contingencias en cuanto a las variaciones de los tipos de cambio, los plazos de entrega de los suminis-

tros, las formas de pago y otras. Se amplió con ello, considerablemente, el aviso pero de intereses especulativos, atrayendo a empresas financieras de muy diverso tipo que se movían en función del potencial de beneficios que presentaba un mercado de grandes dimensiones, incierto y cambiante día a día. Como es lógico, a esas empresas les interesaba el mantenimiento de ese escenario inestable e incierto, porque era el que permitía la consecución de importantes beneficios.

1.1.4. Posición privilegiada de las corporaciones transnacionales

Un cuarto factor que resultó fundamental para que se modificaran las condiciones financieras internacionales fue el comportamiento de las grandes corporaciones transnacionales. El contexto recessivo de la economía mundial había reducido la tasa de rentabilidad de las empresas de los países desarrollados, lo que a su vez indujo a una disminución de sus inversiones productivas, creándose así las condiciones para ulteriores caídas de sus tasas de crecimiento de la productividad y de los beneficios. Para afrontar esa espiral descendente, las grandes empresas emprendieron distintas políticas tecnológicas, salariales y de empleo, a la vez que elaboraron nuevas estrategias productivas y comerciales que incorporaban un sesgo cada vez más financiero en el conjunto de su actividad económica. Este factor es ignorado por una buena parte de la literatura que se ocupa de la globalización financiera, aunque su importancia sí queda resaltada en otros trabajos como los que figuran en la bibliografía seleccionada al final del capítulo.

Las grandes corporaciones acentuaron su interés por reducir los costes de financiación de su pasivo, de manera que —aprovechando la presencia de sus compañías filiales en distintos países— buscaron las mejores posibilidades para encontrar recursos crediticios o emitir títulos, según las ventajas fiscales o financieras que se presentaban en cada país, de forma que fueron independizando cada vez más el origen y el destino de su financiación. A la vez, ampliaron la diversificación de su pasivo mediante la emisión de obligaciones en unos mercados internacionales que les proporcionaban ventajas en cuanto a los menores costes de emisión o de amortización, o bien en la obtención de plazos más amplios de vencimiento.

Al mismo tiempo, las estrategias empresariales incorporaron la posibilidad de rentabilizar los niveles de liquidez disponibles de manera conjunta por las casas centrales y sus compañías filiales. Para ello ampliaron su participación como prestamistas en los mercados de títulos y de créditos, depositando euros-dólares en los bancos europeos y adquiriendo obligaciones emitidas por otras empresas y gobiernos en esos mercados internacionales. Los departamentos de divisas de las grandes corporaciones encontraron fórmulas ventajosas para realizar una actividad cambiaria continua, muy superior a los requerimientos específicos de sus intercambios comerciales y de sus inversiones productivas. Gracias a su gran dimensión y a su localización multinacional, esas firmas encontraban

oportunidades ventajosas para diversificar sus actividades en los países en los que las realizaban, disponiendo de una mayor capacidad para gestionar el riesgo de sus operaciones.

Se produjo, pues, en los años setenta una temprana y relevante irrupción de las corporaciones transnacionales en los mercados financieros, cuya importancia radicaba en cuatro aspectos significativos: *a)* la magnitud de sus operaciones; *b)* las variantes introducidas en las formas que utilizaban y en los productos financieros que emitían y/o adquirían; *c)* el carácter directamente internacionalizador de sus actividades; y *d)* la profundidad de las relaciones internas al grupo corporativo (matriz-filiales) de una gran parte de las actividades que llevaban a cabo.

Por esos motivos, en la medida en que sus pretensiones chocaban con las restricciones impuestas por las regulaciones nacionales en materia de políticas cambiarias y de movimientos de capitales, las grandes firmas transnacionales se convirtieron en una de las principales voces que comenzaron a clamor por la eliminación de esos controles y en favor de la liberalización de los movimientos financieros internacionales. Era evidente que sin obstáculos podrían aprovechar mejor la favorable posición que se derivaba de la extensión de sus empresas por toda la geografía mundial, del ámbito internacional de sus actividades y de la privilegiada conexión comercial y financiera que existía entre la casa matriz y sus empresas filiales.

1.1.5. *Déficit presupuestarios*

El quinto elemento que fomentó el desarrollo internacional de los mercados financieros fue la ampliación de los déficits fiscales que registraban la mayoría de los gobiernos occidentales. Los poderes públicos habían asumido un número creciente de funciones económicas durante las décadas de expansión, lo cual dio lugar a que creciesen con rapidez sus gastos de inversión y consumo y sus transferencias a los agentes económicos privados. En la medida en que los ingresos públicos aumentaron más lentamente, los déficits fueron ampliándose en casi todos los países desarrollados.

Hasta 1973 presentaban déficit significativos economías como las de Estados Unidos, Gran Bretaña e Italia, pero durante el intervalo de 1974 a 1980 se produjo un fuerte incremento de los gastos que condujo a un empeoramiento generalizado de las cuentas públicas en todas las economías desarrolladas. De un lado, aumentaron con rapidez las transferencias para dar cobertura social a un número creciente de trabajadores desempleados. De otro lado, los gobiernos siguieron manteniendo una lectura keynesiana de las características que adoptaba la crisis económica y, por ello, tendieron a aumentar sus gastos con el propósito de generar una mayor demanda pública que compensara la caída de la inversión y el consumo privados.

Consecuentemente, según el FMI (*Estadísticas Financieras Internacionales*), en el conjunto de los países de la OCDE el déficit pasó del 0,2% al 2% del PIB, siendo aún más alto el desfase presupuestario de algunos gobiernos a la altura de 1980. Este era el caso de los Estados Unidos, Canadá, Austria, Gran Bretaña, Holanda, Nueva Zelanda, Bélgica e Italia. La situación siguió agravándose durante la primera mitad de los años ochenta, de modo que el promedio del déficit en el conjunto de los países de la OCDE se acercó al 3%.

La presencia de notables tensiones inflacionistas en sus respectivas economías indujo a los gobiernos occidentales a buscar formas de financiación de las cuentas públicas que implicasen la menor monetización posible de sus déficits. En esa tesitura uno de los recursos más utilizados fue la demanda de préstamos exteriores y, más tarde, la emisión de deuda en los mercados internacionales.

1.2. *Primeras resultantes*

Los cinco factores referidos modificaron el paisaje de las relaciones financieras internacionales, ampliando la panoplia de opciones que tenían a su disposición los agentes públicos y privados para acceder a préstamos y/o emitir obligaciones en condiciones claramente favorables para los deudores, ya que los tipos de interés nominales quedaban con frecuencia por debajo o en niveles similares a las tasas de inflación (en alza). Aquel contexto internacional receptivo e inflacionista favorecía el endeudamiento de las empresas que tenían capacidad para acceder a esos mercados, de los gobiernos occidentales con problemas presupuestarios, de los gobiernos de países no desarrollados dispuestos a estimular el crecimiento de sus economías, y de las agencias internacionales que canalizaban las ayudas financieras hacia los países no desarrollados.

1.2.1. *Ampliación de los mercados financieros internacionales*

Los depósitos colocados en las instituciones bancarias instaladas fuera del país al que pertenecía la moneda utilizada (inicialmente dólares colocados en bancos europeos) crecieron con celeridad. Según el Banco de Pagos Internacionales (*Annual Report*), en términos brutos los depósitos pasaron de menos de 100.000 millones en 1970 a más de 500.000 millones en 1975, superando el billón de dólares en 1978 y el billón y medio en 1980. En términos netos, una vez deducidas las duplicaciones de cuentas, los 65.000 millones de 1970 se convirtieron cinco años después en 265.000 millones y superaron los 800.000 millones en 1980.

Se trata de cifras que muestran la importancia de un fenómeno cuyos orígenes se remontan a las décadas anteriores. A finales de los años cincuenta, en

plena Guerra Fría, los dirigentes de la Unión Soviética y de otros países del Este decidieron trasladar a Europa occidental los recursos financieros que tenían colocados en dólares en los bancos de los Estados Unidos. Para ponerlos al abrigo de cualquier decisión punitiva de las autoridades norteamericanas, esos activos fueron transferidos al Moscow Narodny Bank, ubicado en Londres, y a la Banque Commerciale pour l'Europe du Nord, con sede en París.

Con posterioridad, los depósitos en dólares colocados en los bancos europeos fueron aumentando debido a otros móviles: Las compañías europeas de seguros que operaban en los Estados Unidos disponían de un significativo nivel de liquidez en dólares para el que no existía ninguna remuneración atractiva en la estructura financiera norteamericana, debido a lo cual decidieron transferirlos a los bancos europeos que ofrecían intereses por esos depósitos. Por similares razones, algunos bancos y empresas estadounidenses deseaban escapar de la reglamentación Q vigente en su país, la cual limitaba desde 1958 la remuneración de los intereses de los depósitos a plazo colocados en los bancos y la prohibía para los depósitos a la vista. Nuevas restricciones fueron introducidas por la administración demócrata en 1963 para impedir la salida de dólares, cerrando el acceso de las empresas y los gobiernos extranjeros a la captación de dólares dentro de los Estados Unidos, lo cual alentó el traslado de dólares a Europa (principalmente a Londres) procedentes de empresas y bancos norteamericanos.

La normalización de las monedas europeas, según fueron declarándose plenamente convertibles desde 1958, dio paso a una mayor relajación de los controles sobre los movimientos de capitales. La crisis de la libra esterlina en 1957 despejó definitivamente cualquier asomo de duda sobre la primacía del dólar como moneda de referencia internacional, confirmando la disposición de los bancos centrales de los países europeos a incrementar la proporción de sus reservas en dólares. En Gran Bretaña, para eludir los controles introducidos por el gobierno—limitando los préstamos externos en libras—los bancos comenzaron a desarrollar una creciente actividad crediticia en dólares.

Así pues, durante los años sesenta una serie de prolegómenos había ido creando un modesto mercado de dólares depositados en bancos europeos. Sin embargo, ese mercado no alcanzó una auténtica presencia financiera internacional hasta que se produjo la formidable avalancha de dólares depositados por los dirigentes árabes a partir de mediados de los años setenta.

Los mercados de crédito y de valores—conocidos como *euromercados* porque tenían lugar en plazas europeas y estaban denominados en dólares—experimentaron un primer impulso durante la segunda mitad de los años setenta. Simultáneamente, empezaron a desarrollarse los intercambios de divisas más allá de las necesidades que tenían las empresas y los gobiernos para efectuar sus operaciones comerciales e inversoras en el exterior, o de las que tenían los bancos centrales para mejorar la calidad y el nivel de sus reservas. El margen para llevar a cabo actividades especulativas fue incrementándose en la medida

en que se accentuaba la inestabilidad de las tasas de cambio, creándose oportunidades lucrativas que atraían tanto a los grandes bancos y firmas transnacionales, como a nuevas empresas financieras. Según el Banco de Pagos Internacionales (*Annual Report*), a finales de la década las transacciones diarias de divisas ascendían a 75.000 millones de dólares.

Los mercados internacionales de capital habían ido creciendo paulatinamente hasta alcanzar los 40.000 millones de dólares en 1974-1975 y se componían en partes similares de préstamos concedidos por los bancos y de obligaciones emitidas desde los países occidentales. El ritmo de expansión de los mercados de capital (cuadro 1.1) se avivó durante la segunda mitad de la década, experimentando una primera aceleración en 1976-1977 y una segunda en el bienio 1979-1980 que situó su volumen global por encima de los 120.000 millones de dólares, de los cuales dos tercios correspondían a la concesión de préstamos internacionales y el resto a la emisión de obligaciones. Éstas podían ser *foreign bonds*, que estaban denominadas en la moneda del país en el que se colocaban,

Cuadro 1.1

Mercados internacionales de capital: 1972-1980
(miles de millones de dólares)

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Total	19,9	30,9	40,8	42,6	63,0	70,3	111,4	119,9	120,8
Préstamos bancarios	8,7	20,8	28,5	20,6	28,4	34,2	73,8	79,3	81,0
Obligaciones	11,2	10,1	12,3	22,0	34,6	36,1	37,4	40,6	39,8
<i>Distribución según los prestatarios de créditos y obligaciones</i>									
<i>Países de la OCDE</i>									
Países de la OCDE	12,4	19,0	26,0	23,2	37,5	40,4	62,1	60,9	74,2
Canadá	1,5	1,3	2,2	4,8	10,2	5,9	14,3	4,9	9,4
Gran Bretaña	2,2	4,7	5,9	1,3	3,4	4,2	6,7	3,2	3,5
Estados Unidos	3,1	2,4	1,5	1,0	1,0	2,4	4,7	7,4	12,7
<i>Países de la OPEP</i>									
Países de la OPEP	1,3	3,0	0,9	3,3	3,8	6,9	12,1	9,2	7,1
<i>Países no desarrollados</i>									
Países no desarrollados	3,1	5,6	8,2	8,7	12,9	15,0	27,1	39,0	30,0
México	0,6	1,4	1,5	2,4	2,6	4,2	6,9	10,8	6,2
Brasil	0,8	0,9	1,6	2,1	3,5	3,2	6,2	7,1	5,6
Corea del Sur	0,1	-	0,3	0,3	1,1	0,9	1,7	2,7	2,1
<i>Países de Europa del Este</i>									
Países de Europa del Este	0,3	0,6	1,0	2,6	2,3	2,9	3,8	4,9	2,7
<i>Otros países</i>									
Otros países	0,6	0,6	1,1	1,2	1,2	0,1	0,6	0,5	0,8
<i>Agencias internacionales</i>									
Agencias internacionales	2,1	2,1	3,7	3,5	5,2	4,8	5,3	5,4	5,9

Fuente: OCDE, *Financial Market Trends*

que era distinto al que pertenecía la empresa o gobierno emisor, o bien *euro-bonds*, denominadas en monedas distintas al país en el que se colocaban, y con frecuencia también al país al que pertenecía el agente emisor.

Agregando la totalidad de los flujos de capital internacional durante la segunda mitad de la década, su cómputo se acercó al medio billón de dólares (485.000 millones), de los cuales el 61% fueron préstamos bancarios, el 19% obligaciones exteriores y el 18% euro-obligaciones, además de un cupo marginal de bonos especiales emitidos por organismos internacionales y colocados a través de los bancos centrales y de los gobiernos de los países occidentales (cuadro 1.1).

En el ámbito de las obligaciones se aprecia un predominio absoluto de las economías desarrolladas, tratándose de un mercado en el que los emisores y los inversores eran fundamentalmente grandes empresas y gobiernos pertenecientes a un número reducido de países occidentales. Las empresas emitan esos títulos con el propósito de conseguir financiación internacional en condiciones más baratas y rápidas que las vigentes en sus mercados nacionales, eludiendo así las restricciones sobre emisión que existían en sus países. Los inversores adquirían un activo que les permitía escapar al pago de impuestos y al control de sus ganancias, quedando protegidos por el anonimato de unos títulos internacionales creados al portador.

La emisión de obligaciones experimentó un primer impulso a mediados de la década, pasando de 12.000 millones de dólares en 1974 a 34.000 millones en 1976, y después mantuvo un suave ritmo ascendente hasta situarse en torno a los 40.000 millones de dólares al concluir el decenio (cuadro 1.2). Esos títulos se componían en partes similares de euro-obligaciones y de obligaciones exteriores, además de pequeñas emisiones de bonos especiales. Considerando los títulos puestos en circulación durante la segunda mitad de los años setenta en el mercado internacional su valor total se aproximó a los 190.000 millones de dólares, de los cuales casi el 80% fueron emitidos por empresas y gobiernos pertenecientes a los países desarrollados.

Durante ese intervalo de tiempo, la emisión de euro-obligaciones se acercó a los 90.000 millones de dólares, que fueron creadas en más de un 85% por agentes públicos y privados de los países de la OCDE. Los seis emisores más importantes (Estados Unidos, Canadá, Japón, Francia, Gran Bretaña y Suecia) generaron casi la mitad del total. Por lo que respecta a las obligaciones exteriores, el valor de los títulos creados en ese intervalo de tiempo se aproximó a los 95.000 millones de dólares, de los que casi el 75% pertenecían a emisores de los países desarrollados, destacando Canadá (con cerca del 20%) y, a distancia, los Estados Unidos y Japón, con cuotas del 8% cada uno. Esas obligaciones exteriores se colocaron casi exclusivamente a través de cuatro países, figurando en primer término Suiza y Estados Unidos con el 38% y el 34% del total, y a continuación Japón y Alemania que recibieron el 13% y 12% de las emisiones (cuadro 1.2).

Cuadro 1.2
Mercado internacional de obligaciones: 1972-1980
(miles de millones de dólares)

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Total de obligaciones	11,2	10,0	12,3	22,0	34,6	36,1	37,4	40,6	39,8
Obligaciones internacionales	6,9	4,2	3,4	8,7	14,7	18,7	15,0	18,7	20,3
Obligaciones exteriores	4,2	4,5	5,2	11,2	18,4	16,3	20,7	20,3	17,9
Obligaciones especiales	-	1,3	3,7	2,1	1,5	1,1	1,7	1,6	1,4
<i>Distribución de los países emisores de las obligaciones internacionales</i>									
Países de la OCDE	5,2	3,6	3,3	8,0	13,3	15,8	11,6	16,5	18,5
Canadá	0,3	0,2	0,1	0,9	3,1	1,9	0,8	1,4	1,4
Estados Unidos	2,0	0,8	0,4	0,3	2,9	1,3	1,3	2,9	4,4
Japón	-	-	0,2	1,1	1,1	1,2	1,5	1,4	1,8
Francia	0,2	0,1	0,2	1,2	1,3	1,1	0,8	1,3	1,7
Países de la OPEP	0,1	0,1	-	-	0,2	0,5	1,2	0,3	0,1
Países no desarrollados	0,4	0,4	0,1	0,2	0,9	2,1	1,8	1,5	1,0
México	0,1	0,1	-	0,1	0,3	0,8	0,3	0,2	0,3
Brasil	0,1	-	-	-	0,2	0,6	0,5	0,4	0,2
Países de Europa del Este	0,1	-	-	0,1	0,1	0,2	-	-	-
Otros países	0,3	0,1	-	0,3	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2
Agencias internacionales	0,5	-	-	-	0,2	0,1	0,2	0,2	0,5
<i>Distribución de las monedas de emisión de las obligaciones internacionales</i>									
Dólar	4,3	2,4	2,0	3,4	9,4	11,6	6,7	10,4	13,6
Marco	1,3	1,1	0,6	2,9	2,8	5,2	6,5	5,9	3,5
Otras	1,3	0,7	0,8	2,4	2,5	1,9	1,8	2,3	3,3
<i>Distribución de los países emisores de obligaciones exteriores</i>									
Países de la OCDE	2,3	3,0	3,8	8,5	14,0	11,2	14,9	15,5	13,8
Canadá	1,1	1,0	2,0	3,5	6,2	3,4	3,9	2,7	1,7
Estados Unidos	0,2	0,5	0,1	0,1	-	0,2	0,4	1,3	1,4
Japón	-	-	0,1	0,4	0,9	0,7	1,3	2,8	2,0
Países de la OPEP	-	0,1	0,1	-	-	0,3	0,7	0,1	-
Países no desarrollados	0,3	0,7	0,7	0,5	0,9	1,3	1,6	1,1	0,5
Agencias internacionales	1,6	0,7	0,6	2,1	3,5	3,4	3,2	3,4	3,4
<i>Distribución de los mercados en los que se colocan las obligaciones exteriores</i>									
Estados Unidos	1,6	1,5	3,6	6,7	10,8	7,9	6,3	4,3	2,7
Japón	0,6	0,3	-	0,1	0,2	1,3	4,4	2,7	1,5
Alemania	0,6	0,4	-	0,4	1,2	1,4	7,4	2,7	5,0
Suiza	0,9	1,5	1,0	3,4	5,4	5,0	7,4	9,7	7,5
Otros	0,5	0,8	0,6	0,6	0,8	0,7	1,2	0,9	1,2

Fuente: OCDE, *Financial Market Trends*.

FMI (*Estadísticas Financieras Internacionales*) entre 1972 y 1980, el dólar perdió más de un 46% de su valor con respecto al marco alemán, alterando su relación 3,19:1 por otra de 1,82:1 (DM/\$), mientras que con el yen redujo su valor en un 25%, desde una relación 303:1 a otra de 226:1 (Y/\$). Así ocurrió pese a que los bancos centrales de Alemania y Japón reiteraron sus intervenciones en el mercado de divisas tratando de detener la caída del dólar para evitar con ello la pérdida de la capacidad exportadora de sus economías; lo mismo hicieron algunos bancos europeos, colaborando en el sostenimiento de la divisa estadounidense para evitar que su caída supusiera una desvalorización de sus activos denominados en dólares.

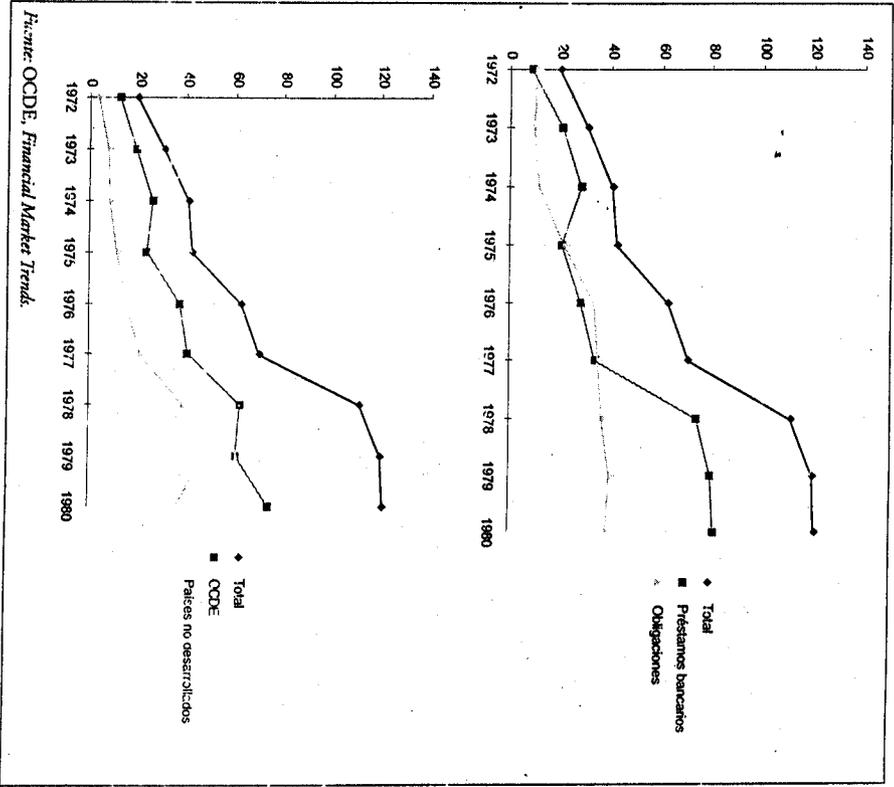


Figura 1.1. Mercados internacionales de capital: 1972-1980 (miles de millones de dólares).

Consientes de las ventajas que reportaba a su economía el hecho de que el dólar siguiera siendo la principal moneda internacional, los dirigentes políticos norteamericanos se negaron a aceptar que el oro y los DEG, Derechos Especiales de Giro (emitidos por el FMI), pudieran ejercer una función alterna que oscureciera el papel estelar de su moneda en las relaciones monetarias y financieras internacionales. Por ese motivo, los DEG siguieron teniendo un uso reducido, como mera unidad de cuenta (del propio FMI y de los bancos centrales) y como referente para la suscripción de ciertos créditos otorgados por esa institución.

Únicamente cabe destacar el intento realizado en 1972 por varios países europeos creando una "serpiente monetaria" que pretendía servir para estabilizar la evolución de sus monedas dentro de una banda de fluctuación estrecha. Ello hubiera supuesto la aparición de un referente monetario que guiase el comportamiento de un numeroso grupo de países en el continente y en otras regiones de su influencia. Sin embargo, esa propuesta fracasó en el curso de los años posteriores, siendo retomada a finales de la década con la creación del denominado "sistema monetario europeo" con idéntico propósito estabilizador, según se explica en E. Onitveros (1991) y J. Pérez-Campanero (1990).

De hecho, el dólar seguía utilizándose como medio de facturación en la mitad del comercio internacional, comprendiendo a la casi totalidad de los intercambios de materias primas y al conjunto del comercio exterior desarrollado en el continente americano, además de proporciones significativas del comercio de otros países de Europa, Asia y Oceanía. Constituía también la principal unidad de reserva, ya que cubría alrededor del 60% de los activos que mantenían los bancos centrales a escala mundial. En el ámbito financiero internacional, más del 70% de los eurocréditos se denominaban en dólares; lo mismo que el 60% de las euro-obligaciones.

Así pues, a pesar de que su cotización se mostraba inestable y declinante y de que el sector exterior de la economía estadounidense mostraba claros síntomas de debilidad a través de su balanza por cuenta corriente, el orden monetario internacional asumió un esquema de funcionamiento basado en un sucedáneo del patrón dólar. Cuestión ésta que seguía aportando una evidente ventaja para la economía norteamericana en la medida en que sus autoridades quedaban eximidas de la necesidad de adoptar medidas correctoras frente a sus desequilibrios exteriores. De ese modo, a través de los déficit externos, la economía de los Estados Unidos seguía bombardeando hacia el resto del mundo una parte de su exceso de liquidez monetaria, amortiguando así las tensiones inflacionistas en su interior.

1.2.4. Nuevos agentes, instrumentos y operaciones financieras

El cambio de estrategia de las grandes corporaciones transnacionales dedicadas a la producción industrial y a la distribución comercial dio lugar a que

sus departamentos financieros comenzasen a efectuar operaciones de crédito, títulos y divisas dejando al margen su anterior vínculo con las instituciones bancarias, que eran las que hasta entonces habían intermediado en una gran parte de sus operaciones internacionales. La misma desintermediación se produjo cuando los gobiernos decidieron gestionar directamente su acceso a los préstamos en los mercados exteriores.

Al abrigo de las oportunidades abiertas en los mercados internacionales se crearon múltiples empresas que fueron tomando posiciones como intermediarios (*brokers*) que recibían comisiones por su gestión, o bien como operadores de compra y venta (*market makers*) con la intención de obtener ganancias propias a través de su intervención en los mercados de divisas y de ciertas materias primas, mostrándose generalmente dispuestos a elevar el riesgo de sus operaciones ante la expectativa de mayores beneficios. No obstante, a pesar de la citada desintermediación y de la aparición de nuevos competidores, los bancos siguieron ocupando una posición fundamental en la estructura financiera internacional, puesto que eran los grandes prestamistas de eurocréditos y los principales operadores en el intercambio de divisas, que seguía siendo un mercado básicamente interbancario. Además crearon nuevos servicios financieros para la colocación de emisiones de títulos en el exterior.

Surgieron también en aquellos años nuevos instrumentos y nuevos tipos de actividades financieras. En el ámbito de los eurocréditos, para superar la rigidez que se derivaba de la necesidad de respetar los plazos de vencimiento de los depósitos en eurodivisas, los bancos comenzaron a proporcionar a sus principales depositantes la posibilidad de disponer de un mayor grado de liquidez mediante la puesta en circulación de Certificados de Depósitos Negociables. Se trataba de instrumentos bancarios emitidos como recibo por los depósitos a plazo, de modo que quienes poseían esos certificados podían negociar los en un mercado secundario para obtener liquidez en el momento en que lo precisaran.

En el ámbito de las obligaciones internacionales, primero en los Estados Unidos y después en otros países, hicieron su aparición las obligaciones con tipos variables, creándose unos títulos que pretendían una mejor adecuación a las variaciones de los tipos de interés y al funcionamiento de las tasas de cambio flotantes. También comenzaron a circular los primeros instrumentos "titulizados" (*securitised*), siguiendo la experiencia estadounidense de las emisiones de papel comercial, que consistía en la creación por parte de las empresas de diversas modalidades de títulos a corto plazo para lograr una financiación a medio y largo plazo con los menores costes posibles.

Desde la perspectiva de los inversores el atractivo de los nuevos activos puestos en circulación era triple. Unas veces consistía en la alta rentabilidad ofrecida por las obligaciones frente a otras alternativas. Otras veces era la cobertura que presentaban ante la incertidumbre que presidía el comportamiento de la inflación, los tipos de interés y las tasas de cambio. Otras veces el atractivo

residía en la posibilidad de eludir el control fiscal de los gobiernos y otros controles nacionales sobre las ganancias y sobre los movimientos financieros.

Por otra parte, en 1972 la bolsa de mercancías de Chicago abrió la primera bolsa de futuros en divisas, en la que los compradores de productos básicos podían suscribir paralelamente un instrumento de cobertura frente al riesgo de que la tasa de cambio de la moneda en la que habían suscrito su contrato experimentase variaciones desfavorables. Se firmaban así contratos para intercambiar divisas en los que se acordaba la entrega futura de una cantidad de moneda extranjera en fechas, precios y lugares previamente determinados; a su vez, esos contratos podían ser negociadas en bolsa antes de su vencimiento. Años después, entre 1975 y 1977, el International Monetary Market, dependiente de la bolsa de Chicago, comenzó a negociar contratos de futuros sobre variaciones de tipos de interés asociados a los certificados hipotecarios del gobierno norteamericano, y más tarde fue incorporando los tipos de interés de los pagarés y de los bonos del Tesoro. En 1980 surgió la New York Futures Exchange, dependiente de Wall Street.

En dicho año, según el Banco de Pagos Internacionales (*Annual Report*), los mercados de futuros alcanzaron un valor de 80.000 millones de dólares, desgranando los futuros de tipos de interés sobre los bonos (36.000 millones) y sobre las acciones (43.000 millones), junto con una pequeña cantidad de futuros sobre monedas (2.200 millones). No obstante, la irrupción fulgurante de esos mercados de futuros no llegaría hasta los años posteriores, completándose con el finconamiento de los mercados de opciones a partir de mediados de los años ochenta.

1.2.5. Interrelación de mercados y reproducción de la incertidumbre

Las grandes operaciones comerciales desarrolladas en los principales mercados de materias primas como el de crudos de petróleo, algunos productos agrarios negociados en la bolsa de Chicago y ciertos metales negociados en la bolsa de Londres, comenzaron a efectuarse bajo modalidades conectadas por los mercados de crédito y de divisas. Igualmente, las estrategias productivas de las grandes empresas quedaron cada vez más vinculadas con la realización de operaciones financieras a escala internacional. Las divisas se convirtieron en importantes activos financieros, mientras que los diferenciales entre los tipos de interés y las tasas de cambio de cada país pasaron a ser una referencia permanente para las empresas que realizaban actividades de comercio exterior. Los inversores tradicionales, los nuevos agentes financieros, los bancos y las corporaciones transnacionales, todos ellos fueron diversificando sus Carteras y sus vínculos financieros.

En suma, el comportamiento de los mercados financieros internacionales comenzó a tener una importancia creciente en la dinámica productiva y comer-

cial de las economías desarrrolladas y, por extensión, en el conjunto de la economía mundial. El anterior funcionamiento compartimentado entre unos y otros mercados comenzaba a difuminarse en una auténtica *melée financière*. El aumento del nivel de liquidez monetaria internacional era cada vez más evidente, ampliando las oportunidades para colocar y para obtener recursos financieros en los mercados exteriores. Las transacciones se realizaban cada vez con mayor velocidad, más flexibilidad y menores costes.

Al mismo tiempo, la inestabilidad de los movimientos financieros se convertía en un fenómeno indeseable para los gobiernos y las empresas que pretendían disponer de un horizonte predecible. Esa inestabilidad estaba alineada, en primer término, por una realidad económica cada vez más deteriorada. Los indicadores macroeconómicos reflejaban una situación de estancamiento productivo, que estaba acompañado por fuertes desequilibrios monetarios internos y externos y por un sensible descenso de las tasas de rentabilidad de las empresas. Las políticas económicas que aplicaban los gobiernos adolecían de falta de coherencia y no eran capaces de corregir esos desequilibrios.

En la encrucijada económica de la segunda mitad de los años setenta se reproducían las dudas sobre el acontecer más o menos inmediato de las tasas de cambio de las monedas, de los tipos de interés de los préstamos y de las cotizaciones de los títulos emitidos. En ese clima, muchos inversores, grandes y pequeños, aspiraban a ampliar su margen de beneficios. De esa manera, las expectativas de expansión de los mercados financieros y los intereses específicos de los agentes que en ellos participaban tendían a reforzar los signos de incertidumbre, convirtiendo a ésta en una característica sustancial del marco financiero y económico internacional.

1.2.6. *Ociosidad de funciones del Fondo Monetario Internacional*

El FMI fue creado en 1944 para controlar el cumplimiento de las normas acordadas en Bretton Woods, destinadas a garantizar una estricta estabilidad cambiaria. En consecuencia, la modificación radical de las coordenadas monetarias internacionales a partir del funcionamiento de tasas de cambio flotantes hacía innecesaria la existencia de esa institución, puesto que ya no existían normas monetarias que cumplir. Incluso la función financiera otorgada al FMI en su origen, como prestamista de países con dificultades monetarias, había sido establecida como una misión complementaria para ayudar a la estabilización cambiaria de las monedas, de forma que dicha función también había quedado superada por los acontecimientos, toda vez que eran los mercados financieros los que otorgaban préstamos a los países que se encontraban en esa circunstancia.

Una vez que fracasaron los intentos de reorganizar el orden monetario internacional bajo nuevas formas de cooperación, en la segunda mitad de los años

setenta el FMI quedó convertido en una institución sin atributos específicos que cumplir. No obstante, se trataba de un organismo cuyo monumental aparato administrativo no parecía dispuesto a desaparecer, mostrándose desoso de encontrar alguna justificación que apuntalase su existencia e incluso fortaleciese su autoridad internacional. Tras varios años de *impasse* en su actividad, la oportunidad de justificar su continuidad institucional y de acrecentar su presencia monetario-financiera surgió en 1982, tras el estallido de la crisis de la deuda externa que se analiza en el próximo capítulo.

RESUMEN

Factores desencadenantes de la internacionalización financiera

1. *La crisis definitiva del sistema monetario establecido en Bretton Woods*
 - funcionamiento de tasas de cambio flotantes
 - las divisas se convierten en activos financieros
 - volumen creciente de intercambios de divisas con fines especulativos
2. *Recta de petrodólares*
 - abundancia de liquidez en la banca internacional
 - surgen los euprestamos en condiciones ventajosas para los prestatarios
3. *Desorganización de los mercados de materias primas*
 - inestabilidad de los precios, tipos de contratos y agentes intervinientes
 - aumenta la intermediación con fines especulativos
4. *Posición privilegiada de las corporaciones internacionales*
 - aprovechan su tamaño financiero y el carácter externo de sus operaciones, su multilocalización geográfica y las relaciones entre matrices y filiales
 - conexión de los recursos propios y de la financiación entre la casa-matriz y las filiales
 - ventajas para operar en los mercados de divisas, títulos y préstamos;
 - desintermediación de sus operaciones respecto de los bancos
5. *Déficit presupuestarios*
 - los gobiernos buscan formas de financiación baratas y no inflacionistas
 - provocan más desintermediación bancaria

Primeras resurgencias de la internacionalización financiera

1. *Expansión de los mercados financieros internacionales*
 - fuerte desarrollo del mercado de divisas
 - gran crecimiento de los depósitos de eurodólares
 - expansión del mercado internacional de préstamos
 - acceso de los países no desarrollados
 - aumento de las emisiones de obligaciones internacionales y exteriores
2. *El dólar sigue como referente monetario internacional*
 - medio de pago en el comercio
 - activo de reserva
 - moneda de denominación de préstamos y títulos internacionales
3. *Principales agencias financieras internacionales*
 - grandes bancos occidentales (a pesar de la desintermediación)
 - firmas transnacionales
 - gobiernos de países desarrollados y no desarrollados: grandes prestatarios
 - bancos centrales que intercambian divisas
 - nuevas empresas financieras no bancarias que actúan en cada mercado
4. *Aparición de nuevos instrumentos financieros*
 - obligaciones variables, certificados de depósito, créditos titulizados, mercados de futuros
5. *Creciente interrelación de capitales entre:*
 - mercados internacionales de préstamos, divisas y títulos.
 - operaciones de comercio, inversión y financiación a escala mundial
6. *Persistente inestabilidad de los mercados financieros*
7. *El Fondo Monetario Internacional queda exento de funciones monetarias*

Bibliografía seleccionada

La crisis del orden monetario establecido en Bretton Woods

- Argy, V. (1981). *The Postwar International Money Crisis*. George Allen & Unwin. Londres.
- Block, F. (1980). *Los orígenes del desorden económico internacional*. Fondo de Cultura Económica. México.
- Bortolani, S. (1980). *La evolución del sistema monetario internacional*. Pirámide. Madrid.
- Cooper, R. (1987). *The International Monetary System*. MIT Press. Cambridge.
- James, H. (1996). *International Monetary Cooperation since Bretton Woods*. IMF & Oxford U.P. Nueva York.
- Kenen, P. et al., (ed.) (1994). *The International Monetary System*. Cambridge University Press. Massachusetts.
- Meier, G. (1982). *Problems of the World Monetary Order*. Oxford University Press. Oxford.
- Ontiveros, E. (1997). *Sin orden ni concierto. Medio siglo de relaciones monetarias internacionales*. Escuela de Finanzas Aplicadas. Madrid.
- Solomon, R. (1982). *The International Monetary System, 1945-1981*. Harper & Row. Nueva York.
- Nueva York.
- Yeager, L. (1984). *Relaciones monetarias internacionales. Historia y Política*. Alianza, dos tomos. Madrid.
- Cambios en los mercados del petróleo y otras materias primas*
- Chalmin, Ph. (varios años). *Les marchés mondiaux*. Economica. Paris.
- Costa, L. et al., (1993). *Commodities. Mercados financieros sobre materias primas*. ESIC. Barcelona.
- Percebois, J. (1988). *Économie de l'énergie*. Economica. Paris.
- Yergun, D. (1992). *Historia del petróleo*. Plaza y Janés. Barcelona.
- Participación de las transnacionales en los mercados financieros*
- Bourginat, H. (1987). *Les vertiges de la finance internationale*. Economica. Paris.
- Chesnais, F. (1994). *La mondialisation du capital*. Syros. Paris.
- Eitanan, D. y Stonchill A. (1992). *Las finanzas de las Empresas Multinacionales*. Addison-Wesley. Delaware.
- Erdliek, A. (ed.) (1985). *Multinationals as Mutual Invaders: Intra-Industry Direct Foreign Investment*. Croom Helm. Londres.
- Joffre, P. (1994). *Comprendre la mondialisation de l'entreprise*. Economica. Paris.
- Robock, S. y Simmonds K. (1987). *International Business and Multinational Enterprises*. Irwin. Illinois.
- Shapiro, A. (1986). *Multinational Financial Management*. Allyn & Bacon. Boston.
- Zenoff, D. (ed.) (1987). *Corporate Finance in Multinational Companies*. EuroMoney Publishers. Londres.

- Agmon, T. *et al.*, (eds.) (1984). *The future of the International Monetary System*. Lexington Books: Massachusetts.
- Aragónes, J. (1990). *Economía Financiera Internacional*. McGraw-Hill. Madrid.
- Dam, K. (1982). *The Rules of the Game. Reform and Evolution in the International Monetary System*. University of Chicago. Chicago.
- Duffey, G. y Graddy, I. (1978). *The International Money Market*. Prentice Hall. Nueva Jersey.
- Grabbe, J. (1991). *International Financial Markets*. Elsevier Science Publishing. Nueva York.
- Kenen, P. *et al.*, (ed.) (1994). *The International Monetary System*. Cambridge University Press. Massachusetts.
- Meier, G. (1982). *Problems of the World Monetary Order*. Oxford University Press. Oxford.
- Oniveros, E. *et al.*, (1991). *Mercados Financieros Internacionales*. Espasa Calpe. Madrid.
- Riehl, H. y Rodríguez, R. (1983). *Foreign Exchange and Money Markets*. McGraw-Hill. Nueva York.

CONSOLIDACIÓN DEL PROCESO DE INTERNACIONALIZACIÓN FINANCIERA

Iniciada la década de los ochenta según presentes los factores que habían operado en el inicio del proceso de internacionalización financiera durante la década anterior. El marco de las relaciones monetarias internacionales estaba presidido por el funcionamiento de tasas de cambio flotantes. Después del segundo shock petrolero se produjo un nuevo trasvase masivo de dólares desde los países exportadores de petróleo hacia los mercados financieros internacionales; dicho trasvase tuvo una menor duración que el anterior, apenas tres años, pero fue de mayor magnitud en la cuantía de los petrodólares recibidos hacia los países occidentales. Los mercados de materias primas, en particular el de crudos de petróleo, siguieron experimentando sucesivas convulsiones hasta mediados de la década, acentuándose su desorganización. Las corporaciones transnacionales siguieron aprovechando la posición que tenían en la economía mundial para intensificar su participación ventajosa en los mercados financieros internacionales. Los déficit de los gobiernos occidentales crecieron aún más y, con ello, se incrementó la necesidad de obtener recursos externos para financiarlos.

Simultáneamente a la acción de los factores citados, otros nuevos elementos impulsaron el proceso de internacionalización financiera. La política monetaria iniciada por la Reserva Federal norteamericana en 1979 y extendida posteriormente a otros países europeos y latinoamericanos, supuso un considerable impulso para la expansión de los capitales financieros. Los fuertes desajustes cambiarios y los desequilibrios entre las balanzas por cuenta corriente de los principales países desarrollados modificaron las bases del escenario financiero internacional. La crisis de la deuda externa de un grupo importante de países no desarrollados aportó nuevas modificaciones en dicho escenario. La liberalización de las actividades financieras se convirtió en un lubricante fundamental para el desarrollo de aquel engranaje financiero. La aplicación de los avances tecnológicos al funcionamiento de los mercados financieros aportó aspectos que resultaron decisivos para que se llevase a cabo la mundialización de las relaciones financieras.

MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

3.1. Internacionalización global del capital

En términos generales, la dinámica de internacionalización de las últimas décadas no ha hecho más que intensificar las tendencias que venían desarrollándose desde los años cincuenta y sesenta en el proceso de mundialización del capital en sus distintas formas, como capital-mercancía, capital-dinero y capital-productivo, es decir, el comercio, las finanzas y las inversiones internacionales. Sin embargo, al mismo tiempo, esa globalización del capital ha estado caracterizada por importantes novedades en cuanto al ritmo de crecimiento de los flujos internacionalizados, la creciente integración de esas tres formas y el acusado predominio del capital financiero.

3.1.1. Intercambios comerciales

El comercio internacional redujo su tasa de crecimiento durante los años setenta y la primera mitad de la década siguiente, pero después volvió a experimentar un nuevo impulso expansivo. Es así que, según el GATT (*El comercio internacional*) las exportaciones mundiales de mercancías aumentaron a una tasa media del 2,5% anual entre 1980 y 1985 y más tarde lo hicieron a una tasa media del 6% en el intervalo de 1986 a 1996. Se trata, pues, de un fuerte crecimiento comercial si se tiene en cuenta que durante ese intervalo la producción mundial se incrementó a una tasa media del 2,5%.

Paralelamente, en el transcurso de esos años se han reforzado las tendencias vigentes con anterioridad. La mayor parte del comercio de bienes se compone de productos manufacturados y, dentro de éstos, se pone de manifiesto la ascendencia de los bienes de equipo que representan alrededor de la mitad de las exportaciones de los países desarrollados. Un segundo aspecto que destaca es

el protagonismo absoluto de los países desarrollados en el comercio, ya que realizan más del 80% de los intercambios mundiales. Al margen de los países de la OCDE, únicamente algunas economías asiáticas y latinoamericanas han ganado posiciones comerciales, mientras que la inmensa mayoría de los países no desarrollados ocupan un lugar marginal en el intercambio mundial de bienes.

Un tercer rasgo cada vez más evidente desde los años setenta, que ratifica el protagonismo de un grupo reducido de países, es la concentración de las relaciones comerciales en el interior de tres grandes áreas regionales, configuradas en torno a la Unión Europea (con Alemania como principal potencia), la Asociación de Libre Comercio de América del Norte (bajo el liderazgo de los Estados Unidos) y la Cuenca del Pacífico (bajo predominio de Japón).

Recuadro 3.1

Comercio internacional en 1996

- Intercambio de bienes: 5,3 en billones de dólares
- Cuotas de los principales países:
 - Exportación:* EEUU: 11,8%, Alemania: 9,9%, Japón: 7,8%, Francia: 5,5%, G. Bretaña: 5,0%, Italia: 4,8%, Canadá: 3,8%, Σ G-7: 48,6%
 - Importación:* EEUU: 15,1%, Alemania: 8,4%, Japón: 6,4%, Francia: 5,1%, G. Bretaña: 5,1%, Italia: 3,8%, Canadá: 3,2%, Σ G-7: 47,1%
- Intercambio de servicios: 1,3 en billones de dólares
- Cuotas de los principales países:
 - Exportación:* EEUU: 16,2%, Alemania: 6,4%, Japón: 5,3%, Francia: 7,0%, G. Bretaña: 6,0%, Italia: 5,6%, Canadá: 1,9%, Σ G-7: 48,6%
 - Importación:* EEUU: 10,8%, Alemania: 10,2%, Japón: 10,2%, Francia: 10,5%, G. Bretaña: 5,0%, Italia: 5,3%, Canadá: 2,5%, Σ G-7: 47,1%

Fuente: Organización Mundial del Comercio.

El cuarto aspecto a subrayar es la excesiva presencia de las corporaciones transnacionales en el desarrollo comercial, reflejada tanto por su alta participación en las exportaciones e importaciones mundiales como por el hecho de que una parte no inferior al 35%-40% de los intercambios mundiales de bienes corresponden a transacciones intra-firma, esto es, al comercio que llevan a cabo las casas matrices y las empresas filiales de las corporaciones transnacionales.

En consecuencia, si se valora conjuntamente la regionalización del comercio en tres grandes áreas (al menos en la UE y en la NAFTA rigen concesiones específicas que no se generalizan a los países no pertenecientes a ellas) y el carácter *sui generis* de las transacciones intra-firma, es evidente que la vigencia de los criterios convencionales del "libre comercio" internacional quedan seriamente menoscabados.

El último aspecto a reseñar es la creciente importancia de los intercambios de servicios en la economía internacional, los cuales han experimentado un crecimiento más rápido que el registrado por el comercio de bienes. En parte, ello obedece al incremento de partidas como los viajes y turismo, la asistencia tecnológica y los flotes de transporte. En otra parte se deriva de la internacionalización de las inversiones directas y de la expansión financiera, lo que da lugar a un fuerte aumento de las transferencias de beneficios productivos, de ganancias financieras y de rentas tecnológicas desde los países receptores de esos flujos de capital hacia los países en los que se ubican las casas matrices de las grandes corporaciones transnacionales.

3.1.2. Inversiones directas y en cartera

Las inversiones directas habían sido la forma predominante de internacionalización del capital durante el periodo de expansión económica de los años cincuenta y sesenta, lo que comportaba una transnacionalización de los procesos productivos entre las economías exportadoras y las economías receptoras de esos capitales. Tras el estallido de la crisis económica, su evolución fue más vacilante hasta mediados de los años ochenta, empujando a partir de entonces una notable aceleración sólo interrumpida en los dos primeros años de la presente década.

Entre los factores más importantes que han propiciado ese aceleración de las inversiones directas en el exterior deben destacarse los cinco que se enumeran seguidamente: considerando que los cuatro primeros se iniciaron en los Estados Unidos y Gran Bretaña para extenderse después a los demás países de Europa occidental y a otros de la Cuenca del Pacífico y de América Latina, en tanto que el último factor concierne básicamente a los países europeos y latinoamericanos:

- La eliminación de las restricciones cambiarias y de otras normativas que limitaban los movimientos de entrada y salida de los capitales productivos.
- La desreglamentación de sectores que hasta entonces funcionaban en régimen de monopolio como las telecomunicaciones, el transporte aéreo y las ramas energéticas.
- La transformación de inversiones en cartera (con sus ganancias correspondientes) en inversiones directas.

- El intenso proceso de concentración empresarial, a través de grandes operaciones de fusión y absorción de empresas.
- La privatización de grandes empresas públicas.

La magnitud y las características de la dinámica inversora se pueden apreciar a través de las cifras referidas a continuación. A escala mundial, la media anual de la salida de inversiones directas entre 1981 y 1985 (44.000 millones de dólares) supuso un incremento del 9% con respecto a la media del quinquenio anterior, en tanto que su posterior impulso dio lugar a que en la segunda mitad de la década el flujo inversor casi se cuadruplicase, con una media anual cercana a los 170.000 millones de dólares, superando la cota de los 200.000 millones durante los años noventa. Es así que entre 1990 y 1995 la salida de inversiones pasó de 210.000 a 350.000 millones de dólares y, a pesar del descenso sufrido en el bienio de 1991-1992, el flujo exportador acumulado durante esos seis años fue de 1,3 billones de dólares.

En el área de la OCDE, según los datos de esta organización (*Annuaire des statistiques d'investissement direct international*), mientras que en la década de los setenta las salidas acumuladas de inversiones directas ascendieron a 300.000 millones de dólares, en los años ochenta la cifra se triplicó hasta superar el billón de dólares. Más intenso todavía fue el movimiento de entradas de inversiones, multiplicándose por cuatro el total acumulado de una década a otra hasta superar los 800.000 millones. En cifras anuales, el crecimiento de las importaciones y exportaciones de capital productivo en el área de la OCDE fue el siguiente: en 1981 tanto unas como otras suponían alrededor de 50.000 millones anuales; en 1990 las salidas fueron de casi 200.000 millones y las entradas de 175.000 millones; en 1995 las salidas se aproximaron a 300.000 millones y las entradas a 210.000 millones.

El fuerte aumento operado desde mediados de los años ochenta estuvo acompañado de un significativo cambio en la orientación geográfica de las inversiones, teniendo como principal protagonista a la economía estadounidense que se convirtió en una gran importadora neta de capitales productivos, por las razones expuestas en el apartado segundo del capítulo anterior. A lo largo de aquella década, Estados Unidos acumuló unas entradas netas de casi 200.000 millones de dólares, equivalentes al 45% de las entradas totales en el área de la OCDE, alterando así —de modo radical— su tradicional posición como economía exportadora de capital productivo. Otros importadores netos fueron Australia, Canadá, Bélgica, Italia y España, entre los países desarrollados, junto con los países de América Latina (México, Brasil), la Cuenca del Pacífico (China, Malasia, Tailandia, Indonesia, Corea) y Europa del Este (Hungría). Economías desarrolladas como Francia y Gran Bretaña también recibieron importantes flujos de inversión, pero su saldo neto fue exportador. Y más aún lo fueron Japón y Alemania. En los años noventa, los grandes importadores de capital productivo han sido Estados Unidos y China, con cifras acumuladas de 240.000 y 140.000 millo-

nes de dólares, que suponen alrededor de la tercera parte del total mundial; les siguen a distancia Gran Bretaña, Francia, Bélgica-Luxemburgo y España. Los seis países citados han absorbido el 60% de la inversión directa mundial, figurando a continuación Holanda, México, Suecia, Canadá, Malasia, Singapur, Australia, Alemania e Italia.

En el caso de los Estados Unidos su posición neta ha vuelto a ser exportadora desde 1991, con un saldo acumulado que ocupa el tercer lugar, después de Japón (167.000 millones) y Alemania (145.000 millones), por delante de otros inversores netos como Gran Bretaña, Holanda, Suiza y Francia. En el extremo contrario, economías como las de España, México, Australia y Bélgica, registran saldos importadores, aunque muy inferiores al que muestra la economía china.

Paralelamente a la expansión de inversiones directas se produjo un paulatino incremento de las inversiones en cartera conforme los mercados nacionales de capitales se iban fortaleciendo y, a la vez, se liberalizaban para permitir la entrada de inversores foráneos. A nivel mundial, entre 1981 y 1985 la media anual de las inversiones extranjeras en cartera pasó de 25 a 60.000 millones de dólares, alcanzando los 180.000 millones en la segunda mitad de la década y aproximándose a los 350.000 millones en el intervalo de 1991 a 1995.

Merced a ello, agregando las cifras referidas a las entradas y salidas en concepto de inversiones extranjeras directas y en cartera, su valor con respecto al producto interior bruto se ha elevado con gran rapidez en todas las economías desarrolladas durante los últimos quince años (cuadro 3.1). Esa relación supera el 3% en las dos mayores economías del mundo, Estados Unidos y Japón, el 6% en Alemania e Italia, el 7% en Francia, Suecia y Canadá, y aún es más alto en otras como Holanda, Gran Bretaña y Suiza. Todo ello a partir de porcentajes que inicialmente eran muy reducidos en todas las economías, salvo en las tres últimas citadas.

Cuadro 3.1
Valor de la inversión extranjera directa y en cartera con respecto al producto interior bruto de los países desarrollados (%)

	1975-1979	1980-1984	1985-1989	1990-1995
Estados Unidos	1,5	1,4	2,9	3,3
Canadá	3,4	3,6	6,1	7,2
Gran Bretaña	4,0	5,4	14,4	11,9
Alemania	1,3	1,7	5,2	6,3
Francia	1,3	2,1	4,1	7,2
Italia	0,3	0,6	1,7	5,7
Holanda	4,7	6,0	10,9	11,1
Suecia	1,2	1,7	5,0	7,0
Suiza	4,5	9,4	14,7	12,8
Japón	0,6	2,5	5,9	3,7

Fuente: FMI (1997), *Perspectivas de la Economía Mundial*, mayo.

Si lo que se compara con el PIB es el valor de las transacciones transfronterizas en obligaciones y participaciones de capital, comprendiendo éstas la suma de compras y ventas brutas de valores entre residentes y no residentes, entonces la dimensión de los cambios resulta aún más elocvente. En 1975 el valor de esas transacciones suponía un porcentaje reducido (entre el 1% y el 5%) del producto interior bruto en cada uno de los países y todavía en 1980 se situaba por debajo del 10%. A partir de entonces, con súbita rapidez, esa relación se elevó hasta el punto de que a mediados de los años noventa —salvo en Japón— el valor de las transacciones superaba holgadamente al del PIB e incluso le multiplicaba varias veces en algunos países (cuadro 3.2).

Cuadro 3.2
Valor de las transacciones transfronterizas en obligaciones y participaciones de capital*
con respecto al producto interior bruto de los países desarrollados (%)

	1975	1980	1985	1990	1995	1996 ^a
Estados Unidos	4,2	9,0	35,1	89,0	135,3	151,5
Canadá	3,3	9,6	26,7	64,4	194,5	234,8
Gran Bretaña	..	..	367,5	690,1	..	..
Alemania	5,1	7,5	33,4	57,3	169,4	196,8
Francia	..	8,4 ^b	21,4	53,6	179,6	229,2
Italia	0,9	1,1	4,0	26,6	252,8	435,4
Japón ^c	1,5	7,7	63,0	120,0	65,1	82,8

* Compras y ventas brutas de valores entre residentes y no residentes.

^a Enero-septiembre de 1982.

^b El dato de 1986 se basa en las liquidaciones.

Fuente: Bank of International Settlements (1996), *Annual Report*, recogido en FMI (1997).

3.1.3. Expansión de los mercados financieros

Desde cualquier prisma cuantitativo, el primer rasgo que se aprecia en la evolución de los mercados financieros internacionales es el colosalismo de sus cifras. Después del despegue iniciado en la segunda mitad de los años setenta, durante las dos décadas posteriores las dimensiones adquiridas por esos mercados han registrado cifras ciertamente inimaginables apenas unos años antes.

Se trata de magnitudes ciertamente mareantes, que muestran en primera instancia la dimensión (casi infinita) que tiene la oferta de fondos disponibles en los mercados financieros bajo unas u otras modalidades. Su tamaño es tal que empuñecen el valor de variables económicas tan fundamentales como el

comercio internacional, el nivel de reservas mundiales o el producto interior bruto de los países más importantes.

a) El mercado de divisas, una vez que el marco monetario internacional quedó a merced del funcionamiento de tasas de cambio flotantes, adquirió un auge creciente, de forma que a finales de los años setenta el volumen de transacciones diarias alcanzó un valor equivalente a 75.000 millones de dólares. Ese registro siguió elevándose en una inrefrenable carrera hasta alcanzar un volumen diario de transacciones de casi 190.000 millones en 1986, 600.000 millones en 1989, 820.000 millones en 1992 y 1,2 billones de dólares diarios en 1995.

Esas cifras, publicadas a través del Banco de Pagos Internacionales (*Annual Report*) y del Fondo Monetario Internacional (*Financial Markets*), se estiman mediante encuestas realizadas en los tres principales centros bursátiles del mundo (Nueva York, Tokio y Londres) y en las bolsas de valores de más de veinte países. Comprenden el valor de las transacciones al contado, a plazo y en *swap*, previamente ajustadas para corregir su doble contabilización en el mercado local y en el transfronterizo.

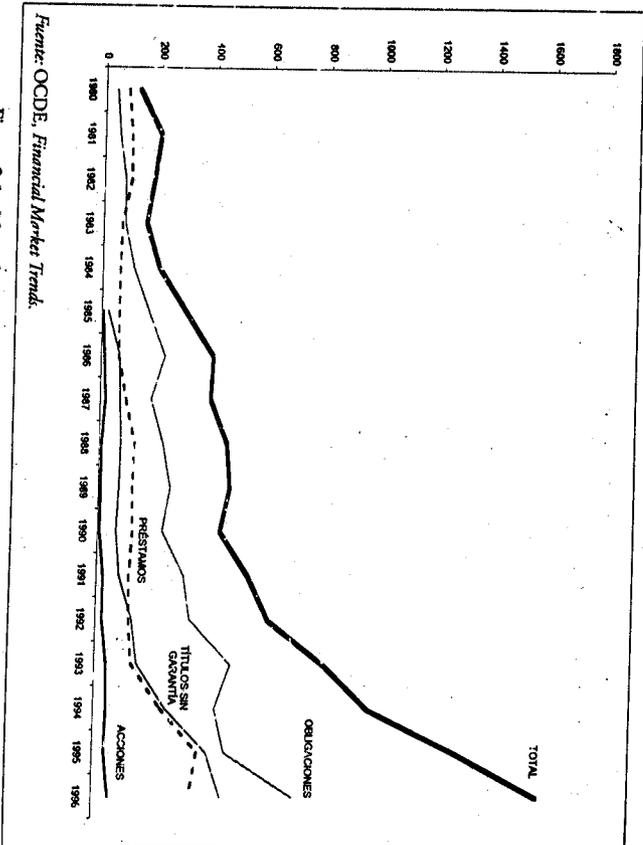
El espectacular crecimiento del mercado de divisas queda de manifiesto en la siguiente comparación. A mediados de los años ochenta, el valor de las divisas negociadas cada día suponía el 7% del valor de las exportaciones mundiales de bienes y servicios y el 37% de las reservas mundiales (excluido el oro). Diez años después, en 1995, esos porcentajes se habían elevado hasta el 19% y 84% respectivamente. Significa esto que el volumen de negocio efectuado durante cinco días en el mercado de divisas equivale al valor de las exportaciones mundiales de bienes y servicios realizado durante un año. Significa también que las divisas que se negocian en un sólo día equivalen a las 6/7 partes de las divisas que controlan todos los bancos centrales del mundo.

b) No se quedan a la zaga las magnitudes registradas en los mercados internacionales de capital, que son examinados con detalle en los próximos apartados de este capítulo. La evolución de estos mercados permite señalar tres momentos definitivos en su acelerado crecimiento. En 1981, tras un aumento anual del 66%, el valor de las transacciones en esos mercados alcanzó los 200.000 millones de dólares. Después de descender en los años siguientes (en plena crisis de la deuda), durante el trienio 1984-1986 se produjo un fuerte incremento (36% anual) que multiplicó por 2,5 el valor obtenido en el año precedente, situándose cerca de los 400.000 millones de dólares. El crecimiento se mantuvo suave e indciso a lo largo de la segunda mitad de la década, dando un nuevo salto a partir de 1991 que ha proseguido hasta 1996, de modo que en ese intervalo el valor de los intercambios se multiplicó por 3,6 (a un ritmo medio del 24% cada año) hasta acercarse a 1,6 billones de dólares.

Al mismo tiempo que crecían los mercados de capital han ido modificando su composición. Hasta 1982 destacaba principalmente el mercado de préstamos, que suponía alrededor de las dos terceras partes del total, siendo inferior el desarrollo del mercado de obligaciones (figura 3.1).

Tras la crisis de la deuda, el mercado de eurocréditos sufrió un retroceso, abriéndose paso la "titulización", esto es, la aparición de otras facilidades crediticias creadas mediante la emisión de títulos con garantía bancaria (NIF) o sin ella (euronotas y billetes de tesorería), que cobraron un auge creciente desde mediados de la década —aunque el de los NIF fue efímero—. No obstante, en esos años el protagonismo central pasó a corresponder al mercado de obligaciones (renta fija y variable), que representó más de la mitad del valor agregado de los mercados internacionales de capital entre 1983 y 1993.

Finalmente, en los últimos años se observa un nuevo crecimiento del mercado de préstamos —en torno a la cuarta parte del total—, mientras aumenta la presencia de los títulos sin garantías —alrededor del 30%— y se reduce la cuantía relativa del mercado de obligaciones (40%-45%), quedando un espacio residual para el mercado de acciones.



Fuente: OCDE, *Financial Market Trends*.

Figura 3.1. Mercados internacionales de capital (miles de millones de dólares).

c) Siendo muy elevadas las cifras registradas en los mercados de capital, sin embargo el récord de *aluvión financiero* lo ostentan los mercados de productos derivados, que son instrumentos negociados a partir de la existencia de los mercados de monedas, préstamos y títulos, cuyos activos sirven como soportes de cobertura frente a las variaciones de las tasas de cambio, los tipos de interés y los índices bursátiles. Surgidos en los Estados Unidos en los años sesenta, los mercados de futuros negociaban unos 80.000 millones de dólares en 1980, pasando a 250.000 millones en 1985, 1,5 billones en 1990 y 6 billones de dólares en 1995. Al tiempo, en 1984 aparecieron los mercados de opciones que al año siguiente ya superaban los 100.000 millones de dólares, alcanzando los 750.000 millones en 1990 y más de 3 billones en 1995. Por último, a finales de la década, hicieron acto de presencia los *swap* u operaciones de recompra que rápidamente obtuvieron un valor por encima de los 3 billones de dólares en 1990, aproximándose a los 18 billones en 1995, cifra ésta que triplica al valor del comercio internacional de dicho año.

3.2. Mercado de divisas

La interpretación convencional sobre el funcionamiento del mercado de divisas se basa en la necesidad que tienen determinados agentes económicos en cada país de disponer de monedas extranjeras. Las personas lo requieren para efectuar viajes y compras. Las empresas para realizar importaciones e inversiones extranjeras. Las tesorías de los gobiernos efectúan pagos derivados de sus compras y de otras transacciones con el exterior. Los bancos centrales necesitan divisas para mejorar su dotación de reservas y para actuar en defensa de sus monedas nacionales. Ese conjunto de demandas ha venido siendo atendido fundamentalmente por los bancos, actuando como oferentes, para lo cual debían intercambiar divisas con los bancos de otros países. La conexión entre los bancos que disponen/necesitan divisas, y el vínculo entre los agentes demandantes y los bancos oferentes, se lleva a cabo por corredores (*broker*) que ejercen como intermediarios y perciben por ello una comisión.

3.2.1. Caracteres especulativo

Semejante esquema de funcionamiento sigue teniendo vigencia, pero ha experimentado una modificación significativa en el curso de los últimos 20 años. Por una parte, las grandes firmas transnacionales tienen mecanismos y recursos propios para conseguir las divisas que necesitan con el fin de efectuar sus transacciones comerciales y sus inversiones en el exterior, sin tener que recurrir a la intermediación de bancos y corredores. Esas corporaciones también tienen capacidad para actuar como oferentes de divisas en la medida en que ges-

tionan de manera centralizada los recursos de capital y la liquidez de sus empresas filiales ubicadas en países que utilizan distintas monedas. Por otra parte, las intervenciones de los organismos estatales (bancos centrales y tesorías), salvo en momentos puntuales, no adquieren una dimensión demasiado importante, como tampoco lo es el movimiento de divisas generado por la demanda privada de las personas para realizar viajes y compras en el exterior.

Por ese motivo, en modo alguno cabe explicar la extraordinaria magnitud que alcanza el comercio diario de divisas (recuérdese: más de 1,2 billones de dólares al día) a partir del intercambio generado por los demandantes últimos que precisan monedas extranjeras para efectuar operaciones reales de compras e inversiones. Desde finales de los años setenta, y más aún desde mediados de los ochenta, el vertiginoso crecimiento de los intercambios de divisas obedece de manera mayoritaria a razones estrictamente especulativas, es decir, a la realización de operaciones que están guiadas exclusivamente por el propósito de obtener ganancias basadas en el margen (*spread*) existente entre el precio de compra y el de venta de las monedas.

La incertidumbre sobre el valor futuro que a corto o a largo plazo tendrá cada moneda crea un escenario en el que las grandes corporaciones transnacionales, los bancos, otras empresas financieras y los arbitrajistas (que ajustan las diferencias que aparecen en el valor de una moneda al cierre de las distintas plazas donde se cotiza esa moneda) tienen la oportunidad de realizar operaciones al contado, a plazo (*forward*) y de compra-venta o venta-compra sucesiva (*strip*), en cuya ejecución pueden lograr suculentos beneficios. Ese sentido finalista de la inmensa mayoría de las operaciones en divisas que realizan cada día esos agentes es el que confiere a este mercado un carácter sustancialmente especulativo, merced al cual tan sólo el 1%-3% de las transacciones diarias están vinculadas a la realización de operaciones de comercio o inversión de bienes y servicios.

3.2.2. Volatilidad y potencial desestabilizador

En la medida en que se ejecutaban en un escenario transnacional, los intercambios de monedas no están sujetos a ningún tipo de legislación específica, quedando únicamente regulados por unas normativas nacionales cada vez más laxas y menos dispuestas a establecer algún tipo de condicionamiento al despliegue de los movimientos internacionales. Sin ataduras o reglamentaciones significativas, el mercado de divisas adquiere unos contornos operativos muy próximos a los que el enfoque de la economía convencional considera como "mercados perfectos": absoluta movilidad de factores, plena flexibilidad de precios y amplia información disponible en manos de los agentes intervinientes. De ello se derivan condiciones ventajosas, como son la rapidez, la profusión y el abaratamiento de los costes de las transacciones.

Sin embargo, una vez más, la realidad desvela que el fenómeno es ostensiblemente más complejo que como lo caracteriza esa visión ortodoxa, la cual reduce el carácter especulativo del mercado a la realización de un número limitado de operaciones y presenta la *volatilidad* como un signo de eficacia y de flexibilidad para adaptarse permanentemente al cambio de las circunstancias económicas. ¿Cómo compaginar entonces esa variabilidad que genera una permanente inestabilidad con la tendencia al equilibrio en los mercados de competencia perfecta? es una pregunta nada capciosa.) A la vista de ello, parece conveniente profundizar en las características más relevantes de ese intercambio mundial de divisas.

Se trata de un mercado que funciona continuamente y que sólo en parte se efectúa en un emplazamiento fijo. Existen plazas importantes, bolsas de cambio, en las cuales cada día se negocian grandes cantidades de monedas pero, al mismo tiempo, los intercambios se llevan a cabo a través de redes electrónicas por medio de las cuales las grandes firmas, los bancos y otras empresas financieras tejen un comercio permanente en el que realizan infinidad de operaciones instantáneas. Debido a las diferencias horarias que existen en el planeta y a la utilización de esas redes electrónicas, el engranaje mercantil puede funcionar durante las 24 horas del día. Comienza su actividad en los centros más orientales (Tokio, Hong Kong, Singapur, Melbourne, Sidney) pasa luego a Oriente Medio (Bahrein) y a Europa (Zurich, París, Frankfurt, Londres) y alcanza después a América, desde su costa este (Toronto, Nueva York, Chicago) hacia su costa oeste (San Francisco, Los Angeles), para volver a empezar.

Se trata también de un mercado constituido por una urdimbre de empresas y operaciones casi laberínticas, pero que a la vez presenta un notable grado de concentración, puesto que los ocho centros principales negocian alrededor del 85% del valor diario de las transacciones mundiales de divisas. Nueva York, Tokio y Londres son los tres centros cardinales, en los que se descarta alrededor del 60% del negocio. Singapur y Hong Kong canalizan más del 10%. Las plazas alemanas y francesas, Frankfurt y París, controlan más del 8% cada una, en tanto que Zurich dispone de una cuota del 5%.

Ese alto grado de concentración se revela igualmente al observar cómo, entre la infinidad de instituciones financieras (bancarias y no bancarias) que participan en el mercado europeo de divisas, apenas una veintena de operadores llevan a cabo más de la mitad de las transacciones. La convergencia de algunas de esas empresas financieras se ha dejado sentir en los movimientos desestabilizadores sufridos por diversas monedas. Así ocurrió en 1992-1993 con diversas divisas eurocomunitarias, cuando ciertos operadores fueron capaces de doblegar la voluntad de los bancos centrales que pretendían evitar la desvalorización de sus monedas. Los "mercados", es decir, los grandes agentes que intervinieron con estricto sentido finalista, dieron al traste con las pretensiones defensivas de las autoridades monetarias nacionales.

A la luz de los hechos, las características del mercado de divisas invitan a reflexionar sobre la *volatilidad* y la *inestabilidad* de la dinámica cambiaria. El

primer término hace mención al permanente cambio que preside ese mercado, en tanto que el segundo alude al efecto perturbador que ese cambio tiene—con mayor o menos incidencia, según los momentos—sobre las condiciones monetarias externas de los países.

Conforme a la interpretación ortodoxa, los sucesivos procesos de ajuste—desajuste del mercado obedecen—en primer término— a la evolución de las condiciones monetarias vigentes en cada país. Según el “efecto Fisher”, en un determinado contexto internacional el tipo de interés nominal de cada economía se forma a partir de la tasa de rendimiento real de los activos añadiendo la tasa de inflación esperada. En la medida en que la competencia cuasiperfecta origina una tendencia a la nivelación de esas tasas de rendimiento, las diferencias entre los tipos de interés nominales reflejan situaciones diferentes en los niveles de inflación de cada economía. De ese modo, los desajustes tienden a ser corregidos a través de los movimientos de las tasas de cambio y, por tanto, la actuación de los agentes que intervienen en el mercado de divisas adquiere un carácter compensatorio o reequilibrador. En virtud de ello, según las tesis ortodoxas, este mercado, como cualquier otro cuando funciona en condiciones de competencia, dispone de mecanismos que garantizan su ajuste autorregulado, razón por la cual las intervenciones de los gobiernos no hacen más que viciar el proceso de ajuste, entorpecéndolo o, en el mejor de los casos, retardándolo.

Sin embargo, el contraste con la realidad tira por tierra la argumentación y las conclusiones de ese planteamiento convencional. La volatilidad es consustancial al mercado de divisas y hace inverosímil la búsqueda de situaciones de equilibrio, ya que éste atendería contra la naturaleza misma de los factores que determinan la dinámica de ese mercado y de los intereses que tienen los principales agentes que en él participan. Un escenario previsible sobre el comportamiento de las tasas de cambio sería un escenario no deseado por esos agentes, puesto que minimizaría el potencial de sus ganancias. En consecuencia, sus actuaciones estarían dirigidas a perturbar ese escenario y a dotarlo de incertidumbre. De otro modo no sería un mercado rentable y atractivo, dando lugar a un desplazamiento de sus operaciones especulativas hacia otros activos financieros en los que pudieran reproducir esa dialéctica de incertidumbre y rentabilidad.

Observando la realidad resulta difícil aceptar la tesis ortodoxa sobre la relación que mantienen los tipos de interés y las tasas de cambio. Es evidente que la existencia y, sobre todo, la expectativa de unos diferenciales significativos en los tipos de interés de cada país originados por componentes inflacionistas tienden a promover movimientos de ajuste a través de las tasas de cambio. Sin embargo, en el terreno de los hechos se percibe la influencia de otros elementos, no menos importantes, que también afectan a las variaciones de las tasas de cambio, negando la posibilidad de obtener conclusiones unilaterales sobre la dinámica cambiaria de las monedas.

Como último ejemplo de ello puede servir la experiencia acaecida durante los meses finales de 1994 y los primeros de 1995. La economía de los Estados

Unidos seguía creciendo a buen ritmo, la inflación estaba controlada en niveles bajos, el déficit fiscal tendía a caer, la Reserva Federal elevaba algo los tipos de interés como precaución ante eventuales signos de recalentamiento; es decir, existía un escenario con casi todos los ingredientes para garantizar la estabilidad de la moneda. Sin embargo, el dólar comenzó a caer y abrió un periodo—breve pero intenso—de turbulencias monetarias, que arrastró a varias divisas—cuya cotización (al alza unas y a la baja otras) tampoco guardó una correspondencia directa con la situación interna de sus respectivas economías, como recorda el propio informe del FMI (*World Economic Outlook*, octubre, 1995).

En ese sentido, debe considerarse la relación que guardan las tasas de cambio con múltiples elementos, tales como: a) las características de los sistemas financieros nacionales y su diferente grado de integración en los mercados internacionales; b) las tasas de ahorro e inversión; c) el saldo corriente externo; d) la magnitud y la dirección de las inversiones extranjeras; e) los aspectos relativos a la situación sociopolítica de cada país; y f) las preferencias que orientan en cada momento la actuación de los grandes poderes financieros que intervienen en el mercado. Al menos, esos seis factores condicionan de modo dispar, según el tiempo y el espacio, la evolución de los movimientos de cada moneda, de forma que sin considerar su influencia no parece posible formular conclusiones apriorísticas acerca de los vínculos entre las variaciones de los tipos de interés y las modificaciones de las tasas de cambio.

Desde esta perspectiva, ciertas empresas transnacionales, algunos bancos y otros operadores financieros tienen capacidad para desestabilizar la moneda de un determinado país, sin que ello suponga necesariamente que en la economía de ese país se hayan producido acontecimientos de relevancia suficiente que expliquen las variaciones que experimenta su moneda. La concurrencia de que expliquen las variaciones por el enfoque convencional, como son el elemento aspectos no contemplados por el enfoque convencional, como son el elevado poder financiero que tienen algunos agentes, la gran magnitud de sus operaciones y la capacidad que tienen para crear opinión pública, les confiere—particularmente en los momentos propicios—un notable influjo en la determinación del comportamiento del mercado de divisas.

3.3. Mercados de capital

A lo largo de los años ochenta y noventa los mercados internacionales de préstamos y títulos duplicaron el valor de sus transacciones de un quinquenio a otro. La cifra de casi un billón de dólares acumulada en el intervalo de 1981 a 1985 se convirtió en 2,1 billones entre 1986 y 1990, superó los 4,2 billones de dólares en 1991-1995, registrando en este quinquenio una media anual de 840.000 millones de dólares. Esta cifra casi fue duplicada en 1996, lo cual permite vaticinar que en los próximos años seguirá su tónica ascendente. En la medida en que los activos que componen esos mercados de capitales—una vez creados—se pueden negociar en mercados

secundarios, en adelante hay que sobreentender que las cifras aportadas se refieren siempre a los valores de emisión en los respectivos mercados primarios.

El intenso dinamismo de los mercados de capital ha estado acompañado de una persistente variación de la importancia relativa de sus componentes. Al tratarse de mercados en rápida expansión, los valores absolutos de todos los activos han experimentado un inabundante crecimiento, que lógicamente ha sido mayor en aquellos componentes que han ido mejorando su posición relativa en el volumen total. Como se representa en la figura 3.2, que sintetiza las series anuales recogidas en el cuadro 3.3, en la primera mitad de los años ochenta las obligaciones representaron alrededor de la mitad del valor total negociado en esos mercados, mientras que los préstamos todavía representaban casi el 40% del total y emergían las *Notes Insurance Facility* y otras líneas de crédito "titulizadas" (*securitized*), según la expresión inglesa), emitidas como títulos con garantía bancaria, siendo marginal la presencia de las titulizaciones creadas sin garantías (2%) y más aún las acciones internacionales.

Durante la segunda mitad de la década se incrementó ligeramente la importancia de las obligaciones (52%) y se redujo la de los préstamos (24,5%), produciéndose un fuerte incremento de las emisiones titulizadas sin garantías (16,5%) y un retroceso de las que tenían garantías (4%), en tanto que se mantenía la baja presencia de las acciones (2,5%).

Finalmente, en los años noventa se aprecia un cierto descenso de la importancia relativa de las obligaciones, que es más acusado en los últimos años, si bien su media durante la primera mitad de la década ha representado el 48% del total. Los préstamos han perdido algún punto más (23%) y las emisiones de títulos no garantizados han seguido elevando su presencia hasta el 24%, que aún es más alta en los últimos años (acercándose al 30%). Las titulizaciones con garantías caminan hacia su desaparición y las acciones todavía no alcanzan el 5% del total.

3.3.1. Mercado de préstamos

Habiendo sido el componente fundamental de los mercados de capital durante los años setenta, la expansión crediticia internacional quedó bruscamente frenada con el estallido de la crisis de la deuda externa, que ha sido examinada en el capítulo anterior. Además, una parte de los préstamos contabilizados en los años posteriores fueron créditos dirigidos y renegociados que no implicaban nuevos desembolsos de los acreedores, sino que estaban relacionados con el proceso de negociación y de rescalonamiento de los créditos concedidos con anterioridad y no amortizados por los deudores en el momento de su vencimiento. Según se desprende del cuadro 3.4, entre 1983 y 1990 esos créditos dirigidos y renegociados (120.000 millones de dólares) supusieron alrededor del 17% de los créditos totales y en el intervalo de 1991 a 1996 su porcentaje se elevó hasta el 26%, cifrándose en 350.000 millones (sobre un total de 1,3 billones).

Cuadro 3.3
Evolución de los mercados internacionales de capital: 1980-1996 (miles de millones de dólares)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
TOTAL	120,8	200,6	178,9	153,6	202,3	299,6	400,0	392,9	453,5	466,5	434,9	536,0	609,7	810,5	967,6	1284,3	1571,6
Préstamos	81,0	144,8 ^a	98,2	67,2	62,0	61,7	63,3	91,7	125,5	121,1	124,5	116,0	117,9	130,1	236,2	370,2	345,2
Obligaciones	39,8	52,8	75,5	77,1	111,5	109,1	228,1	180,8	227,1	255,7	229,9	308,7	333,7	481,0	428,6	467,3	708,8
Acciones	-	-	-	-	0,3	2,7	11,7	18,2	7,7	8,1	7,3	23,4	23,5	40,7	45,0	41,0	57,7
Otros títulos con garantía	-	2,7	5,2	9,5	28,8	42,9	33,3	31,2	16,6	8,3	7,0	7,7	6,7	8,2	4,9	3,8	4,5
Otras emisiones sin garantía	-	-	-	-	-	23,2	67,6	71,0	76,6	73,2	66,2	80,2	127,9	150,5	252,9	402,0	455,4
<i>Distribución porcentual (%)</i>																	
Préstamos	67,1	72,3	54,9	43,8	30,6	20,6	15,8	23,3	27,6	25,9	28,6	21,6	19,4	16,1	24,4	28,8	22,0
Obligaciones	32,9	26,4	42,2	50,1	55,0	55,5	57,0	46,0	50,1	54,9	52,9	57,6	54,7	59,3	44,3	36,4	45,0
Acciones	-	-	-	-	0,1	0,9	2,9	4,7	1,7	1,7	1,6	4,4	3,9	5,0	4,6	3,2	3,7
Otros títulos con garantía	-	1,3	2,9	6,1	14,2	14,3	8,4	7,9	3,7	1,8	1,6	1,4	1,1	1,0	0,5	0,3	0,3
Otras emisiones sin garantía	-	-	-	-	-	7,7	16,9	18,2	16,9	15,7	15,2	15,0	20,9	18,6	26,2	31,3	29,0
<i>Distribución por áreas de los prestatarios (%)</i>																	
Países miembros de la OCDE	61,8	66,1	68,1	70,8	75,8	83,2	91,0	89,8	91,2	91,4	88,4	87,5	87,9	85,2	88,3 ^b	89,1 ^b	86,2 ^b
Países no desarrollados	30,9	27,7	25,7	22,4	16,4	9,2	5,0	6,7	5,0	4,7	6,6	8,8	7,8	10,4	9,6 ^c	9,5 ^c	10,5 ^c
Países de Europa del Este	2,2	0,8	0,4	0,7	1,7	1,9	1,0	0,9	1,0	1,0	1,1	0,3	0,2	0,8	2,1	1,4	3,3
Otros ^d	5,1	3,3	5,7	6,1	6,0	5,7	3,0	3,6	2,8	2,9	3,9	3,4	4,1	3,6			

^a Incluye 50.500 millones que corresponden a operaciones realizadas por empresas estadounidenses.

^b Excluidos los nuevos miembros incorporados en los años noventa (México, Corea del Sur, Hungría, Chequia y Polonia), que siguen figurando entre los países no desarrollados.

^c Excluidos México y Corea e incluidos los países de Europa del Este (menos los tres citados en ^b).

^d Incluye a países como Sudáfrica y también a los organismos internacionales dedicados a la financiación multilateral de los países no desarrollados.

Fuente: Elaborado a partir de los datos de OCDE, *Financial Market Trends*.

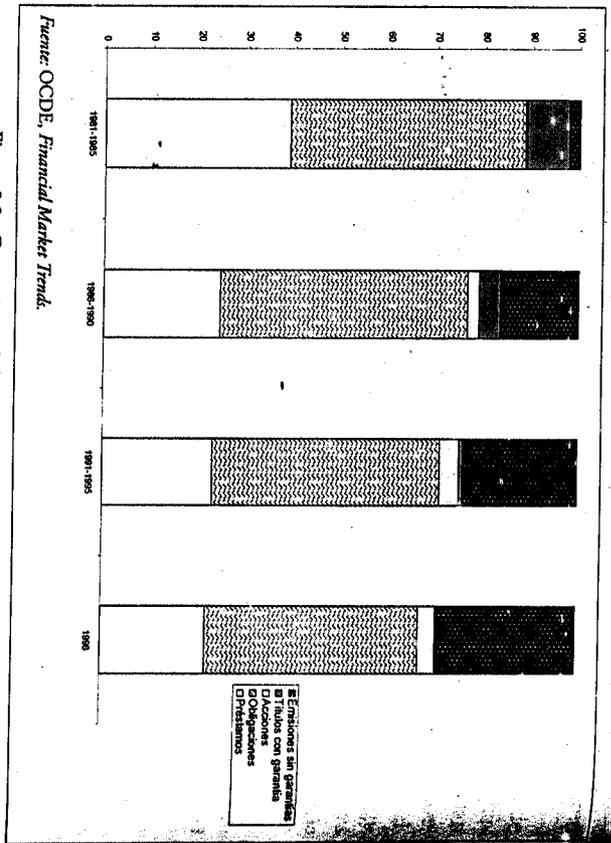


Figura 3.2. Composición de los mercados internacionales de capital (%).

El citado cuadro muestra que, tras un nuevo ascenso crediticio a finales de la década, las cifras se mantuvieron en tonos ciertamente moderados hasta que en el bienio 1994-1995 experimentaron un fuerte incremento, registrándose un volumen de préstamos que casi triplicó el valor alcanzado en 1993. Ese rápido incremento estuvo motivado por la demanda de los prestatarios residentes en Estados Unidos y Gran Bretaña. En el caso americano, el valor de los préstamos captados en el trienio de 1991 a 1993 (164.000 millones de dólares) casi se multiplicó por tres (476.000 millones) entre 1994 y 1996. En el caso británico, las cifras de ambos intervalos fueron de 22.000 y 104.000 millones de dólares. En consecuencia, el aumento de los créditos recibidos por ambos países—casi 400.000 millones—supuso cerca del 70% del incremento de los préstamos internacionales otorgados durante esos últimos años.

La mayor parte de los préstamos son créditos denominados en monedas distintas a la del país al que pertenece el prestatamista (*europréstamos*), de modo que pueden ser créditos captados por prestatarios de un país en su propia moneda pero otorgados por prestamistas ubicados en el extranjero. Sólo una parte reducida de los préstamos, que en los años ochenta representaba el 9%-7% del total y en los noventa apenas el 1%, corresponde a préstamos *extranjeros* o *externos* que están denominados en la moneda del país donde se localiza el prestatamista, que es diferente del país donde reside el prestatario.

Cuadro 3.4 Evolución del mercado internacional de préstamos: 1980-1996 (miles de millones de dólares)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Total (A)	81,0	94,3 ^a	98,2	67,2	62,0	61,7	63,3	91,7	125,5	121,1	124,5	116,0	117,9	130,1	236,2	370,2	345,2
Eurocréditos		91,3	90,8	60,2	53,2	54,1	54,2	80,3	116,2	114,5	122,3	114,4	116,2	129,5	235,3	369,6	344,5
Préstamos extranjeros		3,0	7,4	7,0	8,8	7,0	9,1	11,4	9,3	6,6	2,2	1,6	1,7	0,6	0,9	0,6	0,7
Créditos "dirigidos" ^b (B)		-	-	14,3	11,3	21,5	14,3	9,6	5,2	-	3,0	0,1	-	-	-	-	-
Créditos renegociados ^c (C)		-	2,3	1,1	8,4	7,1	-	2,7	3,5	10,5	7,4	28,1	31,2	60,2	53,8	98,7	79,9
Créditos nuevos (A)-(B+C)		-	95,9	51,8	42,3	33,1	49,0	79,4	116,8	110,6	114,1	87,9	86,7	69,9	182,4	271,5	265,3
Principales prestatarios																	
Países miembros de la OCDE	41,8	45,8	50,8	32,0	31,2	28,4	44,4	66,8	103,8	99,8	101,0	87,8	99,1	109,4	210,7 ^d	326,9 ^d	302,4 ^d
Estados Unidos	7,0	12,8	10,0	7,3	5,3	3,4	5,0	15,7	28,3	32,9	14,2	42,0	53,3	69,1	117,9	191,1	167,3
Canadá	6,2	5,1	6,9	1,8	2,6	1,0	6,2	2,1	3,9	5,9	9,3	1,6	1,7	3,8	7,3	7,9	6,0
Gran Bretaña	1,9	2,6	2,2	1,1	3,3	1,2	1,9	12,9	32,1	19,8	21,7	7,8	11,0	3,0	25,3	39,8	39,3
Alemania	-	0,1	-	-	-	-	0,7	0,6	0,1	2,5	3,8	0,6	0,4	0,4	1,0	15,2	7,1
Francia	1,9	0,6	5,9	1,6	2,0	0,3	3,3	3,0	7,5	5,9	7,4	2,8	2,8	5,7	5,1	11,8	16,8
Italia	6,5	6,3	4,4	2,9	4,7	-	3,0	5,4	4,3	7,6	12,8	7,0	4,3	2,3	3,9	13,2	4,8
Japón	0,3	-	-	-	-	-	0,3	1,6	2,3	0,8	1,6	-	0,9	0,9	0,8	0,6	1,8
Países no desarrollados	35,5	43,6	37,9	30,2	25,5	18,4	12,7	20,1	15,5	16,2	19,8	26,7	16,5	18,4	25,5	43,3	42,9
México	5,9	7,9	6,5	5,1	3,8	-	-	7,7	-	0,2	1,6	0,6	0,2	0,4	0,7	0,8	0,6
Brasil	5,3	6,8	6,8	4,6	6,5	-	-	-	5,2	0,1	-	-	0,2	0,2	-	0,4	0,2
Corea del Sur	2,0	3,1	2,9	3,5	3,7	1,5	0,7	1,2	0,8	0,8	2,0	3,5	1,8	1,9	2,6	5,5	6,0
Indonesia	1,0	1,1	1,0	2,0	1,6	0,1	1,0	1,6	0,5	2,4	3,9	5,0	1,8	1,9	4,0	6,4	7,1
Malasia	1,1	1,5	2,3	1,4	1,0	0,2	1,2	0,3	0,8	0,1	0,5	0,2	1,2	1,4	1,8	1,1	0,9
Tailandia	0,9	0,7	0,3	0,3	0,5	0,7	1,1	1,1	0,5	0,8	1,3	1,6	2,0	3,3	4,7	5,2	2,5
China	0,4	0,5	-	0,1	0,3	0,3	1,9	3,3	2,7	1,6	1,5	2,3	2,7	3,6	4,0	4,3	3,6
Hong Kong	1,5	2,4	1,3	0,7	0,5	0,1	0,2	0,3	0,3	1,5	1,1	0,7	1,0	2,0	1,3	1,1	0,9

Cuadro 3.4
Continuación

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	
<i>Principales prestatarios</i>																		
Países de Europa del Este	2,7	1,5	0,5	0,9	3,3	4,6	2,9	2,9	2,7	2,4	3,0	0,1	0,2	0,4	e	e	e	
Otros y org. internacionales	1,0	0,4	1,4	0,9	2,0	2,6	1,5	1,9	3,5	2,7	0,7	1,4	2,1	1,9	0,3	e	e	
<i>Distribución por zonas de los prestatarios (%)</i>																		
Países miembros de la OCDE	51,6	50,2	55,8	47,6	50,3	46,0	70,1	72,8	82,7	82,4	81,1	75,6	84,0	84,1	89,2 ^d	88,3 ^d	87,6 ^d	
Países miembros de la OPEP	8,6	6,6	8,1	10,9	5,2	7,0	6,4	2,4	1,0	3,5	5,5	13,5	4,2	2,3				
Países no desarrollados	35,2	41,2	33,0	37,0	34,7	31,2	15,9	19,5	11,3	9,9	10,4	9,5	9,8	11,8				
Países de Europa del Este	3,3	1,6	0,6	1,5	5,2	10,7	4,9	3,1	2,2	2,0	2,4	0,1	0,1	0,3				
Organismos internacionales	0,7	0,1	1,1	1,6	3,0	4,2	2,5	1,7	2,0	2,1	0,3	0,5	0,8	0,2				
Otros países	0,5	0,3	1,3	1,3	1,4	0,1	0,2	0,3	0,8	0,1	0,2	0,7	0,9	1,2	10,8	11,7	12,4	

^a Excluidos los 50.500 millones correspondientes a operaciones realizadas por empresas estadounidenses.
^b "Nuevos capitales" suministrados por sindicatos de bancos en el marco de las negociaciones sobre la deuda.
^c Créditos renegociados durante el proceso de reescalonamiento de la deuda.
^d Excluidos los nuevos países recientemente incorporados (México, Corea, Hungría, Polonia y Chequia).
^e Incluidos entre los países no desarrollados.
 Fuente: Elaborado a partir de los datos de OCDE, *Financial Market Trends*.

Los préstamos internacionales no son concedidos por prestamistas individuales, sino que se otorgan a través de la sindicación de un grupo de bancos para eludir la concentración de riesgos en caso de insolvencia del deudor. Existe un banco director que dirige la operación de sindicación, selecciona a los bancos que forman el consorcio y elabora la oferta que se propone al prestatario.

Al tratarse de operaciones financieras de alcance transnacional, los agentes que intervienen en ellas se sitúan al margen de cualquier legislación nacional, eludiendo así los controles y fiscalizaciones de los gobiernos. Por otro lado, a través de su carácter sindicado y de otras cautelas adoptadas en el proceso de contratación de los préstamos se minimizan las posibilidades de que puedan repetirse experiencias similares a la que condujo a la crisis de la deuda en 1982. Igualmente, la creación de consorcios bancarios permite que los préstamos concedidos sean de gran envergadura, lo que sería difícil de lograr si se tratara de obtener a través de un solo acreedor. Al mismo tiempo, esas operaciones permiten una cierta capacidad de elección a la empresa o entidad que se endeuda, ya que recibe distintas ofertas sindicadas y puede optar por aquella que sea más ventajosa según el tipo de interés, los plazos, las condiciones de vencimiento y la moneda en la que se denomina el préstamo.

En cuanto al coste del endeudamiento, de un lado, el tipo de interés estándar al que se suscriben los préstamos es el *London Interbank Offered Rate* (LIBOR), que se sitúa por debajo de los tipos vigentes en la mayoría de los países; de otro lado, al LIBOR se le incrementa un margen y, además, el prestatario debe pagar las comisiones que cobran tanto el banco que dirige la operación de sindicación como el banco que hace de intermediario entre el prestatario y el consorcio prestamista, a través del cual se efectúa la devolución del crédito.

3.3.2. Mercado de obligaciones

Las obligaciones constituyeron el soporte mayoritario de los mercados internacionales de capital desde la crisis de la deuda. Desde apenas 40.000 millones de dólares en 1980, la emisión de esos títulos pasó a 75.000 millones en 1982, casi 170.000 millones en 1985 y siguió aumentando—con lentitud y algunos retrocesos—hasta alcanzar los 230.000 millones en 1990. El mayor dinamismo registrado en los primeros años de la nueva década hizo que las emisiones superasen los 480.000 millones de dólares en 1993, cayendo durante el bienio siguiente y experimentando un espectacular crecimiento en 1996, situándose por encima de los 700.000 millones de dólares (Cuadro 3.5).

Este mercado está formado principalmente por *euroobligaciones*, que son emisiones denominadas en una moneda distinta a la del país al que pertenece el agente emisor y a la del país en el que se colocan. En los años noventa, ese tipo supuso más del 80% del total de las obligaciones emitidas en los mercados

internacionales. El resto corresponde a obligaciones *extranjeras o exteriores*, que son emisiones denominadas en la moneda perteneciente al país en el que se colocan, siendo éste distinto del país en el que se ubica el agente que las emiten. En el argot utilizado en ese mercado, las obligaciones exteriores reciben nombres alusivos al país en el que se ponen en circulación: yanquis, samurais, cangüros, bulldog, rembrandt, matador y otros.

Las obligaciones se colocan en los mercados exteriores mediante sindicatos bancarios que cuentan con un banco director, los cuales negocian con el agente emisor y con los potenciales inversores todo lo concerniente a las características de la emisión: tipo de interés, plazos, condiciones al vencimiento y mecanismo de liquidación. Actualmente, esa liquidación se efectúa a través de procedimientos informatizados, como *Euroclear* con base en Bruselas y *Cedel* con sede en Luxemburgo.

Las principales emisiones corren a cargo de grandes agentes económicos que mayoritariamente se ubican en los países desarrollados. Por un lado están las empresas privadas, en particular los bancos y las firmas industriales y comerciales. Por otro lado están las administraciones estatales que incluyen a los bancos centrales, los gobiernos nacionales y regionales y las empresas públicas. Y por otro lado están los organismos internacionales relacionados con la ayuda al desarrollo, en torno al Banco Mundial y los bancos regionales, que emiten obligaciones para aumentar los recursos que les permiten llevar a cabo su función en los países no desarrollados.

En el intervalo de 1989 a 1996, las empresas privadas protagonizaron alrededor del 60% de las emisiones, correspondiendo el 34% a las compañías no financieras y el 26% a los bancos. Las entidades públicas crearon algo más del 30% de las obligaciones, distribuido entre un 17% a cargo de los bancos centrales y de las administraciones centrales y locales, y un 14% emitido por empresas públicas. Finalmente, menos del 10% fueron emisiones de los citados organismos internacionales (figura 3.3).

Esos agentes acuden al mercado internacional de obligaciones porque pueden obtener mayores volúmenes de recursos gracias al procedimiento de sindicación, sin tener que someterse a los controles y restricciones impuestos por la legislación vigente en su país (excepto en lo que se refiere a la autorización de la emisión). Consiguen así costes de emisión más bajos debido a la gran escala de las emisiones que efectúan y a las facilidades de gestión. Los tipos de interés incorporados a los títulos suelen ser inferiores a los existentes en los mercados domésticos, aunque al tratarse de una variable muy volátil nunca existe certidumbre acerca de la ventaja o desventaja que comporta cada tipo de interés, pues ello dependerá de su (imprevisible) evolución futura. Al mismo tiempo, la existencia de garantía bancaria y la gestión de la emisión permiten lograr mayores plazos de vencimiento.

Desde el punto de vista de los inversores que compran los títulos también resultan evidentes las ventajas. En la medida en que se emiten al portador, las

obligaciones guardan el anonimato y ponen a su propietario a recaudo de retenciones fiscales y de otros controles nacionales. Se trata de títulos que presentan garantías, bien de los gobiernos o bien de entidades financieras, lo cual les otorga un alto grado de seguridad. A la vez, las obligaciones son instrumentos financieros muy negociables que cuentan con un amplio mercado secundario en el que se cotizan y donde sus poseedores pueden obtener una rápida liquidez; incluso los bancos las aceptan con gran facilidad. Además, el funcionamiento de mecanismos electrónicos permite una rápida liquidación de los vencimientos.

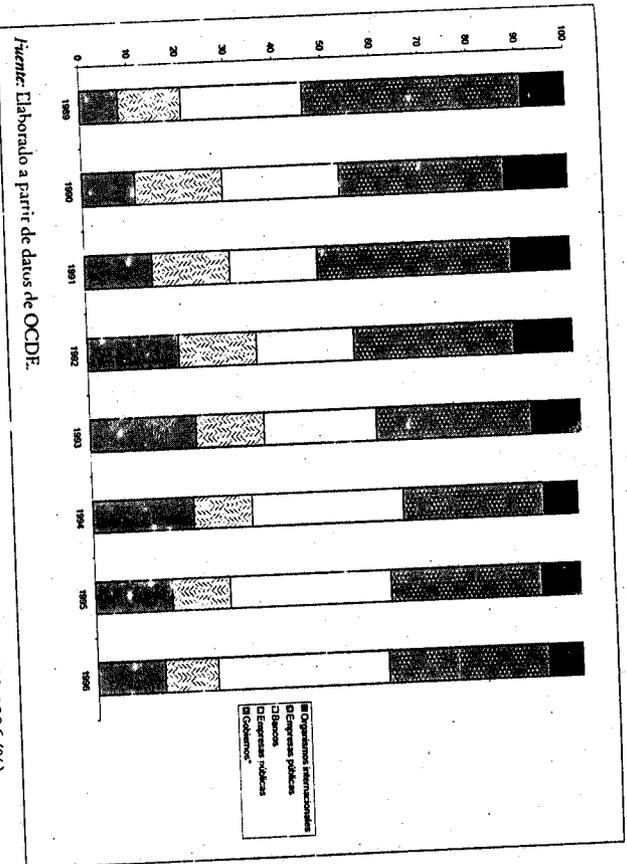


Figura 3.3. Distribución de los agentes emisores de obligaciones: 1989-1996 (%).

Este cúmulo de condiciones hace que las obligaciones sean un activo de corto plazo que interesa a ciertas grandes empresas, ya que los utilizan con el propósito de rentabilizar su tesorería, siendo también un activo relativamente fiable para los inversores institucionales (compañías de seguro, fondos mutuales, fondos de pensiones) que pretenden diversificar su cartera. Los inversores más preocupados por lograr altas rentabilidades—compensando los mayores riesgos de sus operaciones—se sienten atraídos por las obligaciones cuando se accionan los momentos de incertidumbre en torno a los movimientos de los tipos

de interés (comienzos de los años noventa), o bien cuando los títulos emitidos introducen elementos adicionales en las condiciones de emisión y de vencimiento. Esto último fue lo que dio lugar al surgimiento de las distintas modalidades de obligaciones puestas en circulación (cuadro 3.6).

a) Las clásicas se emiten a tipos de interés fijo y, en general, con fecha de vencimiento también fija, constituyendo la modalidad más utilizada, que ha venido representando alrededor del 70% del valor total de este mercado.

b) Las variables (*Floating Rate Notes*) se emiten con cupones en los que periódicamente se revisa el tipo de interés, normalmente cada semestre, en función de las variaciones del LIBOR (al que se añade un margen que puede ser del 0,25%), su vencimiento puede ser único para toda la emisión o bien puede amortizarse por anticipado según la voluntad del poseedor del título y/o del emisor. Esta modalidad llegó a suponer en torno a la tercera parte de las obligaciones creadas a mediados de los años ochenta, pero ha ido perdiendo importancia, aunque en los últimos años ha vuelto a suponer casi la cuarta parte de las emisiones totales.

c) Las convertibles son directamente intercambiadas por acciones de la empresa emisora en el momento de su vencimiento; solamente en la segunda mitad de los años ochenta llegaron a representar porcentajes de cierta significación, entre el 5%-10%, reduciéndose después a cuotas mínimas.

d) Algo parecido sucedió con las obligaciones con opción, que otorgan a su poseedor el derecho a adquirir acciones de la empresa emisora a un determinado precio; tras la novedad de su aparición, entre 1987 y 1989 llegaron a representar un porcentaje relevante de las emisiones (13%-26%), pero después han reducido su presencia hasta cuotas simbólicas.

e) También se emiten otras modalidades más minoritarias, como las obligaciones con *capón cero* o mínimo, que no ofrecen intereses y cuyo atractivo consiste en que su precio de adquisición inicial es bajo y pueden aportar una cierta ganancia a su reembolso.

Existe pues una notable variedad de títulos que aun es más amplia si se considera que algunas emisiones ofrecen un cóctel de modalidades. Esa variedad influye en el grado de volatilidad del mercado, que se acentúa en momentos en los que aumentan las preferencias por las obligaciones variables, convertibles o con opción de suscripción. No obstante, el hecho de que las obligaciones clásicas (con tipos fijos) hayan permanecido como la modalidad más importante es una muestra de su mayor adecuación a la búsqueda de condiciones favorables de financiación por parte de las entidades emisoras y a la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores.

Cuadro 3.5
Evolución del mercado internacional de obligaciones: 1980-1996 (miles de millones de dólares)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Total vencimientos ^a emisiones netas	39,8	52,8	75,5	77,1	111,5 19,5 92,0	169,1 36,1 133,0	228,1 64,1 164,0	180,8 76,3 104,5	227,1 84,9 142,2	255,7 89,2 166,5	229,9 107,9 122,0	308,7 149,7 159,4	333,7 222,5 111,2	481,0 283,0 198,0	428,6 228,0 200,0	468 240 228	709 294 415
<i>Tipos de obligaciones</i>																	
Obligaciones internacionales	20,3	31,3	50,3	50,1	81,4	136,6	187,7	140,5	178,8	212,8	180,1	258,1	276,1	394,6	368,4	371,3	589,8
Obligaciones extranjeras	17,9	20,5	25,2	27,0	28,1 2,0	31,2 1,3	39,4 1,0	40,3	48,3 2,5	42,9	49,8	50,6	57,6	86,4	60,2	96	119,0
Otras obligaciones	1,4	1,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Monedas de emisión de las obligaciones internacionales</i>																	
Dólar estadounidense	13,6	25,8	42,2	39,2	65,3	96,8	118,1	58,1	74,5	117,5	70,0	81,6	103,2	147,7	149,4	144,4	268,7
Marco alemán	3,5	1,4	3,3	4,0	4,3	9,6	17,1	15,0	23,7	16,4	18,3	20,5	33,8	54,7	31,6	72,7	100,1
Libra esterlina	1,0	0,5	0,9	2,1	4,0	6,1	10,6	15,0	23,6	18,5	20,9	25,8	23,3	42,7	30,4	21,6	51,8
Franco francés	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Yen	..	..	0,5	0,2	1,2	6,6	18,5	22,6	15,9	15,6	22,8	36,0	33,7	44,4	67,3	64,5	41,2
Lira	..	..	..	..	..	..	..	0,7	1,5	3,5	5,4	9,0	7,7	11,5	17,0	11,7	25,7
Dólar canadiense	0,3	0,7	1,2	1,1	2,1	2,9	5,1	6,0	13,1	12,5	6,4	25,7	15,6	29,3	13,3	2,7	6,2
ECU	..	..	0,8	2,2	2,9	6,9	7,1	7,4	11,2	12,6	17,9	32,7	21,3	7,1	7,6	7,1	4,6
Otras monedas	1,9	2,9	1,4	1,3	1,6	6,6	7,7	13,9	13,0	11,7	9,0	11,8	13,2	17,3	24,4	33,9	45,4
<i> Mercados en los que se colocan las obligaciones extranjeras</i>																	
Estados Unidos	2,7	6,9	6,0	4,7	4,3	4,9	6,8	7,4	10,1	9,4	9,9	14,4	23,2	35,4	15,0	32,4	40,5
Suiza	7,5	8,1	11,3	13,5	13,1	14,9	23,2	24,3	26,3	18,6	23,2	20,2	18,1	27,0	20,0	27,1	25,0
Japón	1,5	2,7	3,3	3,9	4,0	6,3	5,2	4,1	6,7	8,2	7,9	5,2	7,4	15,2	11,2	18,0	8,4
Luxemburgo	..	..	..	..	..	..	1,0	1,4	1,8	1,7	4,4	5,5	5,5	3,5	3,0	4,7	9,6
Otros	6,2	2,8	4,6	4,9	5,8	5,1	4,2	3,1	3,4	5,0	4,4	5,3	3,4	5,3	..	..	..

^a Incluye reembolsos y vencimientos anticipados.
Fuente: OCDE, *Financial Market Trends*.

Cuadro 3.6

Evolución del mercado internacional de obligaciones, según modalidades: 1980-1996 (miles de millones de dólares)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Total	39,8	52,8	75,5	77,1	111,5	169,1	228,1	180,8	227,1	255,7	229,9	308,7	333,7	481,0	428,6	467,3	708,8
Clásicas	..	..	57,6	57,6	58,4	98,4	141,5	121,3	160,2	154,6	158,9	242,7	265,4	369,1	290,6	353,3	464,4
Con tipos variables	..	..	15,3	13,8	38,2	58,7	51,2	13,0	22,3	17,8	37,1	18,3	43,6	69,8	96,3	78,9	165,7
Convertibles			2,6	5,7	9,3	7,0	7,8	18,2	11,3	14,1	10,6	10,1	5,2	18,1	21,7	12,3	25,6
Con opción a suscribir acciones					1,6	4,3	19,1	24,8	29,7	66,2	21,2	31,6	15,7	20,6	9,9	5,8	8,8
Cupón cero							1,5	1,1	2,3	1,5	3,8	3,2	1,8	5,6	8,5	9,7	
Otras					4,0	0,7	8,5	2,0	2,5	0,7	0,6	2,2	0,6	1,6	4,5	8,5	34,6
<i>Distribución porcentual (%)</i>																	
Clásicas			75,3	74,7	52,5	58,2	62,0	67,1	70,5	60,5	69,1	78,6	79,5	76,7	68,8	75,6	65,5
Con tipos variables			20,3	17,9	34,3	34,7	22,5	7,2	9,8	6,9	16,1	5,9	13,1	14,5	22,5	16,9	23,4
Convertibles			3,4	7,4	8,5	4,1	3,4	10,1	5,0	5,5	4,6	3,3	1,6	3,8	5,1	2,6	3,6
Con opción a suscribir acciones					1,4	2,5	8,4	13,7	13,1	25,9	9,2	10,2	4,7	4,3	2,3	1,2	1,2
Cupón cero							0,8	0,5	0,9	0,7	1,2	1,0	0,4	1,3	1,8	1,4	1,4
Otras			-	-	3,3	0,5	3,7	1,1	1,1	0,3	0,3	0,7	0,2	0,3	1,0	1,8	4,9
<i>Distribución geográfica de las emisiones de obligaciones (%)</i>																	
Países miembros de la OCDE	81,2		84,2	86,9	88,6	87,7	93,5	92,1	93,9	94,0	90,6	91,6	89,0	84,8	85,8 ^a	85,7 ^a	82,2 ^a
Países miembros de la OPEP	0,5		0,8	0,5	0,5	0,5	0,2	0,1	0,7	0,1	0,5	0,3	0,5	0,8			
Países no desarrollados	4,1		4,8	2,9	2,8	3,8	1,7	1,6	1,2	0,9	1,5	2,7	3,7	6,7			
Países de Europa del Este								0,3	0,6	0,9	0,7	0,5	0,4	1,2			
Organismos Internacionales	9,8		9,6	8,5	7,0	6,5	4,0	5,7	3,5	4,0	6,5	4,7	5,9	4,2			
Otros países	4,4		0,6	1,3	1,1	1,5	0,7	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,5	0,3	14,2	14,3	17,8

^a Excluidos los nuevos países miembros (México, Corea del Sur, Hungría, Polonia y Chequia).
Elaborado a partir de los datos de OCDE, *Financial Market Trends*.

El mayor riesgo no ha procedido tanto de las modalidades de emisión como de las alteraciones sufridas por los tipos de interés, aunque parece evidente que los bancos y otras empresas financieras dispuestas a elevar los riesgos para conseguir mayores beneficios han sido los que más han apostado por las obligaciones variables, con tonando dinero en el mercado interbancario para colocarlo en títulos variables, con el propósito de lograr un diferencial favorable entre ambas operaciones.

En la medida en que los tipos de interés reales de las economías desarrolladas se han mantenido relativamente altos, en un contexto que permitía el paulatino descenso de los tipos nominales (según se ha mostrado en el segundo apartado del capítulo anterior), las preferencias de los inversores se han dirigido hacia títulos de renta fija. Al mismo tiempo, los vaivenes monetarios de las economías desarrolladas han incentivado el desarrollo de un amplio mercado secundario en el que los suscriptores más cautelosos (inversores institucionales y empresas que jugaban con dinero a corto plazo de su tesorería) han podido vender sus títulos en períodos de incertidumbre, siendo adquiridos por otros agentes con mayor disposición al riesgo.

Con respecto al riesgo, como se explica en L. Díez y J. Mascareñas (1996), existen diversos indicadores que califican su grado, referidos tanto a las condiciones económico-financieras del emisor y a las características de los títulos emitidos como a las condiciones del país al que pertenecen las emisiones. *Standard & Poor's* califica a unas 2.000 empresas y 8.000 administraciones municipales y estatales de los Estados Unidos, además de otros 250 emisores de títulos no americanos. *Moody's* clasifica a 4.000 empresas de todo el mundo. La agencia británica IBCA (Interbank Company Analysis) clasifica únicamente a empresas financieras.

3.3.3. Titulización de líneas de crédito

La crisis de la deuda originó un cambio muy importante en las relaciones crediticias internacionales, ocasionando el retroceso del mercado de europréstamos y dando lugar a la aparición de nuevas formas de financiación que suponían una mezcla entre las características de los créditos y de las obligaciones. La *titulización* consistía en la adaptación de las líneas de crédito a ciertos requisitos de la emisión de títulos.

Surgieron así nuevos instrumentos financieros cuya emisión se efectuaba con la garantía de un agente asegurador, que generalmente estaba formado por varios bancos. La forma principal que adoptaron esos títulos garantizados fue la *Note Insurance Facility* (NIF), aunque se han creado otras *facilities* de similar carácter, como las *Revolving Underwriting Facility* (RUF) en las que la emisión se va renovando, las *Short-term NIF* (SNIF), que son *notes* a corto plazo, y las *Transferred RUF*, en las que puede transferirse la condición del asegurador. También existen otras emisiones que combinan las características citadas.

Esos títulos cobraron fuerza a mediados de los años ochenta, de modo que en el intervalo de 1984 a 1987 se emitieron por un valor cercano a 135.000 millones de dólares, equivalente a la octava parte del total de los mercados de capital de aquellos años. Su declive posterior ha hecho que en los años noventa estos activos tengan un papel mínimo en la escena financiera internacional (Cuadro 3.7).

Las empresas realizaban emisiones de NIF y de otros títulos a corto plazo (3-6 meses) consiguiendo líneas de crédito que las permitían financiarse a largo plazo (5-7 años) como si se tratase de obligaciones. El grupo de bancos que aseguraba la operación —cobrando por ello una comisión— garantizaba que la emisión no era cubierta ellos mismos adquirirían los títulos no colocados o bien concederían un préstamo por un valor equivalente. Para las empresas, ese procedimiento de financiación era más barato que el de los créditos, consiguiendo unos plazos de amortización suficientemente largos. Para los bancos aseguradores, era un procedimiento con menos riesgo que la concesión de créditos, convirtiendo su anterior función prestamista en otra de carácter comisionista, salvo en el caso de que la emisión no fuera cubierta.

Desde el punto de vista de los inversores se trataba de títulos que ofrecían una cierta seguridad, pues contaban con garantía bancaria, y que brindaban un alto grado de liquidez en los mercados secundarios. Tenían menos riesgo que la compra de obligaciones variables y presentaban buenas oportunidades de rentabilidad. Esto es lo que concluía el interés inversor de empresas, bancos y otros agentes financieros.

A mediados de los años ochenta hicieron su aparición otros instrumentos o facilidades que no presentaban la garantía previa de ninguna institución financiera, al modo del papel comercial que circulaba en la economía estadounidense. Su auge relativo se inició en la segunda mitad de la década y se aceleró en los años noventa, llegando a superar en importancia a los préstamos, las obligaciones variables y los instrumentos garantizados. Surgidos en 1985, al año siguiente su valor se acercaba a los 70.000 millones de dólares, cubriendo casi el 17% de los mercados de capital. Su crecimiento fue lento en los años siguientes y estuvo seguido de una caída a finales de la década, pero con el ímpetu cobrado en la década de los noventa el valor de sus emisiones casi alcanzó los 130.000 millones de dólares en 1992, elevándose a 250.000 millones en 1994 y superando los 450.000 millones en 1996. En estos últimos años representan alrededor del 30% del valor total de los mercados internacionales de capital.

A lo largo de esa trayectoria se ha ido alterando la composición relativa de los instrumentos emitidos sin garantía. Durante la segunda mitad de los años ochenta casi el 80% de los títulos eran programas de eurobilletes de tesorería y el 20% restante eran programas de euronotas a medio plazo y otros títulos. A medida que este tipo de activo fue cobrando importancia, en los años noventa se alteró esa relación de forma que los programas de euronotas y otros suponen más del 80% y los eurobilletes de tesorería significan menos del 20% de los títulos no garantizados.

Cuadro 3.7
Evolución del mercado internacional de otras emisiones titulizadas: 1984-1996 (miles de millones de dólares)

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Facilidades con garantía	28,8	42,9	33,3	31,2	16,6	8,3	7,0	7,7	6,7	8,2	4,9	3,8	4,5
Note Insurance Facility	17,4	34,4	24,8	29,0	14,4	5,5	4,3	1,9	1,6	1,5	0,3	1,6	0,4
otras	11,4	8,5	4,5	2,2	2,2	2,9	2,7	5,8	5,1	6,7	4,6	2,2	4,1
Emisión sin garantía de:	-	23,2	67,6	71,0	76,6	73,2	66,2	80,2	127,9	150,5	252,9	402,0	455,4
eurobilletes de tesorería	-	12,6	59,0	55,8	57,1	54,1	48,3	35,9	28,9	36,6	30,8	55,9	81,3
euronotas a MP y otros	-	10,6	8,6	15,2	19,5	19,1	17,9	44,3	99,0	113,9	222,1	346,1	374,1
<i>Distribución de la emisión de euronotas a medio plazo</i>													
Países de la OCDE	-	10,5	8,1	15,0	18,9	18,4	17,4	42,3	92,9	105,9	202,6	328,3	323,4
Estados Unidos	-	1,6	1,2	7,3	5,6	5,4	2,1	7,0	1,8	6,9	30,3	74,7	83,7
Canadá	-	-	0,1	-	-	0,3	0,5	0,7	4,9	1,7	7,4	10,7	11,0
Gran Bretaña	-	5,4	0,9	3,3	3,7	1,0	1,5	9,6	20,5	3,7	10,7	11,5	9,4
Alemania	-	-	0,1	-	0,1	0,6	1,2	0,6	6,5	16,7	31,1	38,9	46,8
Francia	-	0,1	0,8	0,3	0,2	0,8	2,5	2,2	2,9	4,8	17,2	3,5	13,2
Italia	-	0,5	0,2	0,1	0,1	0,7	-	1,3	2,0	5,9	5,5	2,8	7,5
Japón	-	0,3	0,7	0,1	0,3	0,7	1,1	4,4	15,8	22,4	31,2	81,5	35,0
Australia	-	1,0	0,8	1,1	1,7	3,4	2,5	2,3	5,3	5,7	4,7	5,8	10,7
Países no desarrollados	-	0,1	0,2	0,2	0,6	1,0	0,3	0,7	4,5	5,8	12,1	17,5	24,2
Organizaciones internacionales	-	-	0,3	-	-	-	0,2	1,3	1,6	2,5	7,4	0,3	26,5

Fuente: OCDE, *Financial Market Trends*.

La ausencia de garantía les convierte en títulos a corto plazo (3-6 meses) con un riesgo sensiblemente superior al de otros activos; riesgo que también está calificado por las agencias especializadas citadas, en particular por *Standard & Poor's*, que clasifica el papel comercial de 1.300 empresas según la probabilidad de cobrar el principal y los intereses.

Debido al riesgo que genera esa falta de garantías, sólo un grupo reducido de grandes empresas puede acceder a esa forma de financiación, estando vetada para todas aquellas que no ofrezcan un mínimo de credibilidad y que no sean conocidas en el mercado. Las grandes empresas emiten los títulos como pagarés negociables, incurriendo en menos costes y logrando plazos de vencimiento flexibles, pero su valor nominal debe ser relativamente alto para atraer el interés de los inversores que apuestan por un activo (generalmente emitido al descuento), siendo títulos muy negociables en unos mercados secundarios donde las ganancias que se pueden conseguir son altas como también lo son los riesgos que conllevan.

Se trata de otro activo con la impronta originaria estadounidense y que tiene arraigo en los mercados anglosjones (Gran Bretaña, Australia y Canadá), aunque con el tiempo también va siendo utilizado por empresas de otros países importantes, como Japón y Alemania, e incluso en países emergentes, como se analiza en el capítulo cinco.

3.3.4. Mercado de acciones

Las acciones siguen constituyendo una parte minoritaria: en el conjunto de los mercados internacionales de capital, representando menos del 4%. No obstante, su valor se ha ido incrementando desde que surgieron a mediados de los años ochenta, superando los 20.000 millones de dólares en 1991 y acercándose a los 60.000 millones en 1996 (cuadro 3.8). El dinamismo registrado en los últimos años se debe al auge de los procesos de privatización emprendidos en distintos países europeos, que han originado una creciente internacionalización de las dos modalidades de acciones existentes en este mercado.

La mayor parte son *euroacciones*, es decir, acciones ordinarias y preferenciales de títulos de participación y certificados de inversión denominados en una moneda que no pertenece al país en el que reside la empresa emisora. El resto son acciones *internacionales*, denominadas en la moneda del país de la empresa emisora que se colocan en mercados con monedas diferentes.

En términos reales, el carácter internacional de las acciones es sensiblemente mayor si se consideran los grandes desembolsos que tienen lugar a través de inversiones extranjeras en cartera dedicadas a comprar acciones nacionales. Su crecimiento ha sido extraordinario tanto en los grandes mercados occidentales como en otros emergentes de América Latina, la Cuenca Asiática del Pacífico y Europa del Este; pero esas inversiones no pertenecen a los mercados "interna-

cionales" en la medida en que previamente han convertido su moneda de procedencia en la moneda del país en que se va a invertir y en el que están denominadas las acciones que adquieran, pasando a formar parte de los mercados domésticos de ese país. Sin embargo, han sido fundamentalmente esos crecientes flujos de inversiones llegadas desde el exterior los que han activado en los últimos años la ebullición de unas cotizaciones persistentemente al alza en las principales bolsas del mundo.

Cuadro 3.8

Evolución del mercado internacional de acciones: 1980-1996
(miles de millones de dólares)

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Total	0,3	2,7	11,7	18,2	7,7	8,1	7,3	23,4	23,5	40,7	45,0	41,0	57,7
Euroacciones	0,3	2,3	8,0	15,5	4,5	5,3	3,2	..	..	..	37,0	26,7	34,8
Acciones internac.	-	0,4	2,7	3,2	2,8	4,1	..	..	..	..	8,0	14,3	22,9

Fuente: OCDE, *Financial Market Trends*.

3.4. Mercados de productos derivados

En un especie de "rizamiento del rizo", los mercados financieros fueron decantándose desde mediados de los años ochenta por otros nuevos instrumentos de carácter casi virtual: los mercados de futuros, opciones y recompras, que constituyen los productos derivados. Se denominan así porque son instrumentos financieros que se comercializan a partir de activos ya existentes, como son las obligaciones, las acciones, los préstamos y las divisas. En la medida en que las variaciones de los tipos de interés y de las tasas de cambio pueden modificar el valor de esos activos, los productos derivados surgieron para ofrecer la posibilidad de obtener una cobertura frente al riesgo que pudieran acarrear esas variaciones.

3.4.1. Futuros

El precedente de estos productos fueron los *forward* o contratos a plazo de materias primas que se efectuaban en los años setenta en la bolsa de mercancías de Chicago, que cubrían las modificaciones de las tasas de cambio. La aparición de los "futuros" incorporaba algunos cambios relevantes, ya que eran contratos estandarizados (no "a la carta" como las formulas precedentes), lo

cual permitía su negociación en bolsa y, además: contaban con una cámara de compensación que retenía los títulos en los que se basaba la cobertura (como garantía de cumplimiento del contrato hasta su vencimiento o liquidación), que actuaba como intermediario entre los contratantes que así no establecían una relación directa entre ellos.

De ese modo, surgieron unos contratos basados en las variaciones de tipos de interés, tasas de cambio o índices bursátiles sobre activos financieros (títulos, divisas, préstamos), a fecha fijada y con precios determinados, en los que el comprador y el vendedor efectuaban un depósito inicial —que representaba una pequeña parte del valor contractual— fiando su posible ganancia al comportamiento futuro de la variable sobre la que habían cubierto el activo. Esa función de cobertura frente al riesgo estimuló desde mediados de los años ochenta la creación de distintas plazas de cotización, como las de Londres (LIR-FE), París (MATIF), Singapur o Canadá.

Sin embargo, en realidad, el auténtico atractivo que presentaban esos instrumentos financieros era la posibilidad de obtener ganancias sin esperar a la fecha de vencimiento, puesto que según sea la evolución diaria del mercado la ganancia real que se puede obtener es muy superior al depósito inicial, ya que ésta se calcula sobre el valor total del contrato. Se ha creado así un espacio financiero capaz de proporcionar grandes beneficios a quienes estén dispuestos a tomar posiciones de riesgo, apostando a una determinada variación de los tipos de interés, de las tasas de cambio o de las cotizaciones bursátiles; de manera que aportando una cierta cantidad de dinero es posible el logro de ganancias muy superiores. En caso contrario, el apostante puede retirarse perdiendo únicamente el depósito inicial. De hecho, se estima que menos del 5% de los contratos son ejecutados a su vencimiento.

Esa oportunidad fue la que atrajo a un gran número de inversores especulativos, expandiendo rápidamente el mercado de futuros. En 1985 el valor de los contratos ascendía a 250.000 millones de dólares; dos años después se duplicaba esa cifra y en 1990 se elevaba por encima de 1,5 billones de dólares. En la última década ha proseguido su vertiginosa carrera hasta superar los 6 billones de dólares en 1995. La mayor parte de ese ingente valor corresponde a la contratación de futuros sobre la evolución de los tipos de interés (en acciones, obligaciones, o instrumentos titulizados), aunque también han aumentado los futuros sobre cotizaciones bursátiles (casi 200.000 millones en 1996) y sobre divisas (50.000 millones).

3.4.2. Opciones

Sus orígenes también proceden de la bolsa de Chicago, aunque después fueron perfeccionados en la bolsa de Filadelfia a comienzos de los años ochenta. En este caso, la opción no supone más que un derecho de compra o de venta sobre unos activos que pueden ser los mismos que los que sirven de base a la contra-

ción de los mercados de futuro, principalmente, divisas y títulos. El único motivo para ejecutar esa opción es el logro de una ganancia, ya que en caso contrario el comprador simplemente abandona su posición perdiendo la prima entregada inicialmente al vendedor, que supone un porcentaje mínimo (1%-5%) del valor del activo subyacente. El potencial de ganancia reside en la compensación de dos aspectos: a) las primas y los descuentos estipulados y b) los diferenciales surgidos en la evolución de los precios, los tipos de interés y las tasas de cambio. La rápida extensión del mercado de opciones supuso que a finales de los años ochenta alcanzara un valor de medio billón de dólares, pasando a 1,2 billones en 1991 y más de 3 billones de dólares desde 1995 (cuadro 3.9). Como sucede en los futuros, la mayor parte de los contratos se formulan sobre la evolución de los tipos de interés, con un volumen que en los años recientes (3,3 billones) casi se aproxima a la mitad de los contratos de futuros del mismo tipo, a la vez que aumentan las opciones sobre índices bursátiles y parecen más escasas las opciones sobre divisas.

Cuadro 3.9 Mercados derivados organizados (diferencias con los contratos a plazos: forward)

	Forward	Futuros	Opciones
Obligaciones	para comprador y vendedor	para comprador y vendedor	sólo para el vendedor
Tipo de contrato	según contratantes	estandarizado	estandarizado
Fecha vencimiento	según contratantes	estandarizado	estandarizado*
Aportación inicial y garantías	según contratantes	margen inicial para ambos / márgenes complementarios según la evolución de los precios	prima pagada por el comprador / margen inicial y complementarios por el vendedor
Institución garante	partes contratantes	cámara de compensación	cámara de compensación
Método de contratación	directa entre comprador y vendedor	abierta en el mercado / no relación directa entre comprador y vendedor	abierta en el mercado / no relación directa entre comprador y vendedor
Mercado secundario	no existe	mercado organizado	mercado organizado

* En las opciones europeas se ejecuta en la fecha de vencimiento, pero en las opciones americanas puede ejecutarse antes del vencimiento. Elaborado a partir de J. Abelló et al. (1992).

3.4.3. Recontras (swap)

Frente a los dos mercados anteriores, que se consideraran organizados en medida en que existe una normalización de los contratos y unas condiciones de negociación en mercados secundarios, por contra, los *swaps* carecen de cualquier tipo de estandarización contractual o negociadora y se adecuan a lo pactado entre las partes contratantes. Supone por ello la máxima apuesta (hasta el presente) de desorganización financiera, que permite la participación de cualquier sujeto económico que esté dispuesto a intercambiar unos activos por otros, sean titulizados o monetarios, futuros u opciones. Estas operaciones permiten cualquier cruce de intercambio en cuanto a tipos de interés; obligaciones, instrumentos con o sin garantía, divisas o préstamos, de modo que los contrayentes cambian sus activos en unas condiciones de recompra que ellos mismos determinan.

Las cifras alcanzadas por esas contrataciones son definitivamente astronómicas: 2 billones de dólares en 1988, casi 3,5 billones en 1990, 8,5 billones en 1993 y cerca de 18 billones en 1995 (cuadro 3.8). De nuevo, los mayores volúmenes de contratación se refieren a *swap* sobre tipos de interés, pero también son muy altas las cifras registradas por los *swap* de divisas y otras operaciones de recompra cada vez más complejas (*CAP, Collars, Floors, Swaptions*, etc.).

3.4.4. Cobertura versus especulación

En la exposición precedente se ha reiterado el hecho de que los mercados de productos derivados sugieren como mecanismo de cobertura frente al riesgo de que la variación de los tipos de interés y de las tasas de cambio modifiquen el valor de los activos financieros que se negocian en los mercados de títulos, préstamos, divisas e instrumentos comerciales titulizados. Para obtener esa cobertura acuden a los mercados de derivados distintos agentes económicos, tales como las empresas exportadoras, los fondos de pensiones, las sociedades hipotecarias, los bancos de inversiones y otras entidades financieras. Sin embargo la desmesurada dimensión adquirida por esos mercados de derivados, así como las prácticas más frecuentes que en ellos se materializan, los han convertido en el principal campo de actividad de los especuladores.

Según las cifras referidas, a mediados de los años noventa los mercados de futuros y de opciones alcanzaban un valor agregado que se acercaba a los 10 billones de dólares anuales; si se suman las operaciones de *swap*, el total de los mercados de derivados superaba los 27 billones de dólares (cuadro 3.10). Una dimensión tan exagerada pone de manifiesto—igual que sucede en el mercado de divisas—que una gran parte de esos intercambios se sitúa al margen del comportamiento de cualquier variable relacionada con las transacciones reales de comercio e inversión. Se trata pues de operaciones sustancialmente especula-

Cuadro 3.10 Evolución del mercado internacional de productos derivados: 1985-1996 (miles de millones de dólares)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
 Mercados de futuros 												
Total	254	395	520	935	1.258	1.541	2.251	3.018	5.085	5.918	6.074	6.180
Sobre tipos de interés	236	370	488	895	1.201	1.455	2.157	2.913	4.943	5.757	5.863	5.931
Sobre divisas	8	10	15	12	16	17	18	25	32	33	38	50
Sobre índices bursátiles	10	15	18	28	41	69	76	80	110	128	172	199
 Mercados de opciones 												
Total	138	224	210	371	509	750	1.268	1.615	2.677	2.920	3.112	3.705
Sobre tipos de interés	89	147	123	279	388	600	1.073	1.385	2.362	2.623	2.742	3.278
Sobre divisas	12	39	60	48	50	57	63	71	75	55	43	47
Sobre índices bursátiles	37	38	28	44	71	94	133	159	239	242	327	380
 Distribución geográfica del conjunto de los mercados de futuros y opciones 												
Total	392	618	730	1.306	1.767	2.290	3.519	4.633	7.761	8.838	9.185	9.884
América Norte		518	578	952	1.156	1.269	2.152	2.695	4.359	4.820	4.847	
Europa		13	13	178	251	461	710	1.114	1.778	1.832	2.241	
Asia-Pacífico		87	139	175	360	560	657	824	1.606	2.172	1.990	
Otros					0,1	0,2	0,5	1,8	29	40	107	
 Swaps 												
Total				1.010	1.503	3.450	4.450	5.346	8.475	11.303	17.990	
Sobre tipos de interés				320	449	2.312	3.065	3.851	6.177	8.816		
Sobre divisas						578	807	860	900	915		
Otros						561	577	634	1.398	1.573		

Fuente: FMI, *International Capital Markets*.

tivas en las que la mayoría de los agentes que intervienen y de las operaciones que se llevan a cabo tienen como único propósito la mera especulación a través del aprovechamiento de los márgenes obtenidos en las primas de riesgo, los descuentos, las variaciones en los tipos de interés y en las tasas de cambio (por mínimas que sean) o cualquier otro recoveco que se pueda aprovechar para obtener ganancias.

En realidad, constituyen mercados *virtuales* y *fugaces*, carentes de regulación, que no demandan requisitos de solvencia previa por parte de quienes intervienen en ellos y se basan en contratos que raramente se ejecutan, permitiendo un fácil apalancamiento, ya que apenas requieren el desembolso inicial del un 1%-3% sobre los beneficios esperados, lo que permite lograr altas tasas de rentabilidad. En suma, conforman un espacio financiero que ilustra claramente el "juego de casino" que tan profusamente abunda en los mercados financieros internacionales.

RESUMEN

Mercados financieros internacionales

Contexto de intensa globalización del capital

- Expansión del comercio internacional.
- Expansión de las inversiones extranjeras directas y en cartera

1. Mercado de divisas

- La mayor parte de las transacciones tienen un carácter especulativo
- Funciona un mercado continuo: volatilidad e inestabilidad
- Existen operadores con capacidad para influir en la evolución del mercado

2. Mercados de capitales

a) Préstamos:

- importancia relativa decreciente en el total de los mercados de capital
- principales demandantes: empresas y gobiernos

b) Obligaciones:

- suponen la mitad de los mercados de capital tipos:

- tipos:
 - clásicas / convertibles / con opción / otras
 - las grandes emisiones se gestionan y garantizan a través de bancos
 - elusión de fiscalidad y controles nacionales
 - amplios mercados secundarios... fácil liquidez

- principales emisores: empresas / gobiernos / bancos de desarrollo

- principales inversores: empresas / bancos / fondos institucionales

c) Líneas de crédito titulizadas

- apogeo de emisiones con garantía (NIF y otras) después de crisis de la deuda
- expansión posterior de emisiones sin garantía (billetes de tesorería / euronotas)
- mayor riesgo con mayor rentabilidad para los inversores
- menores costes de emisión con mayores intereses para las empresas.
- requisitos de credibilidad para las empresas emisoras

d) Acciones:

- parte reducida de los mercados de capital
- mayor importancia desde la transnacionalización de los mercados nacionales

3. Productos derivados

- instrumentos financieros comercializables a partir de activos ya existentes
- brindan cobertura ante el riesgo de variaciones de l. interés, l. cambio e índices bolsa
- interesa a empresas exportadoras / inversores institucionales / entidades financieras.
- pequeños desembolsos iniciales: el fácil apalancamiento atrae a los especuladores
- enorme apogeo: mercados virtuales exageradamente volátiles

a) Futuros: sobre tipos de interés / índices bursátiles / divisas

- se negocian en bolsa con contratos estandarizados
- cámara de compensación como garantía

b) Opciones: sobre tipos de interés / índices bursátiles / divisas

- se negocian en mercado secundario
- mínima formalización: se anulan fácilmente

c) Swap o recompra: compra-venta de activos titulizados o monetarios

- carecen de estandarización contractual y negociadora: "a la carta"
- permiten apuestas cruzadas sobre activos / l. interés / l. cambio

Bibliografía seleccionada

Globalización del capital

- Aglietta, M. et al., (1990): *Globalisation financière: l'aventure obligée*. Economica Paris.
- Arrighi, G. (1989): "La globalización, la soberanía nacional y la interminable acumulación de capital". *Iniciativa Socialista* n° 48. Madrid.
- Berins, G. de (1998): "Régulation du développement dans le contexte de la mondialisation". *Economies et Sociétés*, n° 36. Grenoble.
- Bouguina, H. (1995): *La tyrannie des marchés. Essai sur l'économie virtuelle*. Economica Paris.
- Capal, J.-Y. (dir.) (1995): "L'économie mondiale". *La Documentation Française*, n° 269 Paris.
- Chesnais, F. (1994): *La mondialisation du capital*. Syros. Paris.
- Dunning, J. (1993): *Multinational Enterprises and the Global Economy*. Addison Wesley Howells, J. y Wood, M. (1993): *The Globalisation of Production and Technology*. Pinter Publishers. Londres.
- Joffe, P. (1994): *Comprendre la mondialisation de l'entreprise*. Economica. Paris.
- Lafay, G. (1997): *Comprendre la mondialisation*. Economica. Paris.
- Obstfeld, M. (1994): "International Capital Mobility in the 1990s", en P. Kenen (ed.), *Understanding Interdependence: The Macroeconomics of the Open Economy*. Princeton U.P., Princeton.
- O'Brien, R. (1992): *Global Financial Integration: The End of Geography*. Pinter Publishers. Londres.
- OCDE (1996): *Globalization of Industry*. Paris.
- Strubbs, R. y Underhill, G. (ed.) (1994): *Political Economy and the Changing Global Order*. MacMillan Press. Hampshire.
- Series de datos estadísticos sobre los mercados financieros internacionales*
- Bank of International Settlements: *Annual Report*. Basilea.
- Morgan Guaranty Trust Company: *World Financial Markets*. Nueva York.
- OCDE: *Financial Market Trends*. Paris.
- Características generales del funcionamiento de los mercados financieros*
- Aragónes, J. (1990): *Economía Financiera Internacional*. McGraw-Hill. Madrid.
- Díez de Castro, L. y Mascareñas, J. (1996): *Ingeniería Financiera*. McGraw-Hill. Madrid.
- Echil, S. y Robinson, J. (1990): *Financial Engineering*. Basil Blackwell. Oxford.
- Eheman, D. y Stonehill, A. (1992): *Las finanzas de las Empresas Multinacionales*. Addison-Wesley. Delaware.
- Grabbe, J. (1991): *International Financial Markets*. Elsevier Science Publishing. Nueva York.
- Ontiveros, E. et al., (1991): *Mercados financieros Internacionales*. Espasa Calpe. Madrid.

Características concretas de algún mercado financiero

- Saint-Geours, J. (1994): *Les marchés financiers*. Flammarion. Paris.
- Smith, C. y Smithson, Ch. (1990): *The Handbook of Financial Engineering*. Harper & Row. Nueva York.
- Abelló, J. et al., (1992): *Introducción a las opciones financieras*. Ediciones Gestión. Barcelona.
- Borrell, M. y Roa, A. (1990): *Los mercados de futuros financieros*. Ariel. Barcelona.
- Fisher, F. (1987): *Eurobonds*. Euromoney. Londres.
- Frankel, J. (1994): *The Internationalization of Equity Market*. National Bureau of Economic Research. The University of Chicago Press. Chicago.
- Lewich, R. (1988): "Financial Innovations in International Financial Markets", en M. Feldstein (ed.), *The United States in the World Economy*. Chicago University Press. Chicago.
- Puig, X. y Viladot, J. (1993): *Mercados de futuros*. Ediciones Gestión. Barcelona.
- Riehl, H. y Rodríguez, R. (1983): *Foreign Exchange and Money Markets*. McGraw-Hill. Nueva York.
- Riehl, H. y Rodríguez, R. (1995): *Mercados de divisas y mercados de dinero*. McGraw-Hill. Madrid.
- Salomon Brothers (1989): *International Equity Flows*. Salomon Brothers. Nueva York.
- Teweles, R. y Jones, F. (1987): *The Futures Game*. McGraw-Hill. Nueva York.
- Tyger, C. (1988): *Basis Handbook of Foreign Exchange*. Euromoney. Londres.
- Ugeux, G. (1985): *FRV*. Euromoney. Londres.
- Walmsley, J. (1988): *The New Financial Instruments*. John Wiley & Sons. Nueva York.



DIVERSIDAD Y CONCENTRACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

El paisaje de las relaciones financieras internacionales presenta un carácter ambivalente. De un lado, es cierto que en los mercados financieros intervienen numerosos actores que pertenecen a múltiples países, que realizan infinitas operaciones y utilizan muchas monedas, que intercambian un sinnúmero de instrumentos y que entablan una intensa competencia. Pero, de otro lado, el examen de cuanto ocurre en el interior de esas relaciones financieras pone al descubierto que, simultáneamente con esa diversidad, en esos mercados existe una notable concentración que se manifiesta en el hecho de que el grueso mayoritario de la actividad financiera se lleva a cabo entre un número reducido de países, de monedas y de agentes económicos. Este segundo aspecto es el que se analiza en este capítulo.

4.1. Flujo concéntrico en torno a los países más desarrollados

4.1.1. Divisas y derivados

Al examinar el funcionamiento del mercado de divisas ha quedado expuesto que el 85% de las transacciones de monedas se concentra en apenas ocho plazas. Los tres grandes centros, Estados Unidos, Japón y Gran Bretaña, absorben el 60% del mercado y otro cinco centros desarrollan otra cuarta parte del mercado: Singapur, Hong Kong, Alemania, Francia y Suiza.

En el caso de los mercados organizados de productos derivados (futuros y opciones) la concentración es aún mayor, puesto que toda la actividad tiene lugar alrededor de los grandes países de América del Norte, Europa Occidental y la Cuenca Asiática del Pacífico. El cuadro 3.10 muestra cómo durante la segunda mitad de los años ochenta las dos terceras partes de esa actividad tenía lugar en Estados Unidos —junto con un pequeño porcentaje correspondiente a Canadá—, distribuyéndose el resto entre una quinta parte que tenía lugar en Japón y varios

países asiáticos y otra séptima parte en Europa occidental. Posteriormente, el avance de estas regiones ha supuesto que la cuota de América del Norte se redujera al 56%, aumentando la europea al 23% y la asiática hasta el 21%. En cualquier caso, la enorme expansión de los mercados de futuros y opciones sigue siendo un fenómeno financiero que integra únicamente a una docena de países.

4.1.2. Préstamos y títulos

El número de países participantes en los mercados de capital crece, pero vuelve a verificarse que la mayor parte de las operaciones son efectuadas por un número reducido de ellos. Tomando el conjunto de los capitales (préstamos, obligaciones, instrumentos titulizados y acciones), los países desarrollados que integran la OCDE, en el transcurso de la década de los ochenta, fueron incrementando su participación como prestatarios y emisores de títulos desde el 60% hasta el 90%, nivel relativo que se ha mantenido en los años noventa con una pequeña reducción (cuadro 4.1). El resto corre a cargo de países no desarrollados, cuya cuota descendió tras la crisis de la deuda desde el 30% a menos del 7%, elevándose después hasta el 19%, junto con otros porcentajes menores para los países de Europa del Este y los organismos internacionales vinculados con la ayuda financiera al desarrollo.

Entre los países desarrollados, las mayores cuotas pertenecen a los Estados Unidos, Japón y Gran Bretaña, que concentran alrededor del 40% de los mercados internacionales de capital. La posición de los Estados Unidos se ha elevado desde una media del 15% en la segunda mitad de los años ochenta hasta otra del 19% en la primera mitad de los noventa, registrando un porcentaje superior al 25% en los últimos años, mientras que la posición de Japón se ha reducido desde el 15,5% hasta el 11% y la de Gran Bretaña ha caído desde el 12% al 9%. Si a esos tres países se agregan los otros cinco de mayor importancia (Alemania, Francia, Canadá, Italia y Australia), entre los ocho totalizan una posición prestataria y emisora que significa casi las dos terceras partes de los mercados internacionales de capital (cuadro 4.1). Desagregando los distintos activos que componen esos mercados se observan varios rasgos de interés.

a) En el mercado de préstamos es donde mejor se aprecia la pérdida de posiciones de los países no desarrollados que habían protagonizado una parte considerable de la emergencia de ese mercado en los años setenta. Su cuota media del 40% en el intervalo 1981-1985 se contrajo drásticamente hasta el 16% en la segunda mitad de la década y aún más al 13% durante los años noventa (figura 4.1), aunque al tratarse de mercados en rápida expansión ese descenso relativo no supone que las cifras absolutas de préstamos captados se hayan reducido, sino que en términos relativos se ha acentuado la asimetría en la distribución de los recursos internacionales.

Miembros de la OCDE

En los años noventa ingresaron en esta organización cinco países no desarrollados: Hungría, Chequia, Polonia, México y Corea del Sur. No obstante, para mantener la homogeneidad de las series estadísticas con relación a las décadas anteriores, la información recogida en los cuadros de este capítulo sigue refiriéndose a los anteriores 24 países miembros que se consideran convencionalmente como los *países desarrollados*. Estos países son:

- En el Pacífico: Japón, Australia y Nueva Zelanda.
- En América del Norte: Estados Unidos y Canadá.
- En Europa: los 15 miembros actuales de la Unión Europea (Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Gran Bretaña, Grecia, Holanda, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Portugal y Suecia), junto con Islandia, Noruega, Suiza y Turquía.

Los datos incluyen también las actividades de varios organismos oficiales de carácter transnacional, como el Banco Europeo de Inversiones, Euratom, Consejo de Europa y otros.

Cuadro 4.1 Principales países desarrollados prestatarios y emisores de los mercados internacionales de capital: 1980-1996 (%)

	1980	1982	1986	1988	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Países OCDE	61,8	68,1	91,0	91,2	88,4	87,5	87,9	85,2	88,3 ^a	89,1 ^a	86,2 ^a
EEUU	10,5	14,1	18,6	13,5	10,8	14,6	15,6	15,4	21,0	27,7	26,0
Canadá	7,8	10,3	6,6	5,4	5,3	5,7	5,0	4,8	4,0	2,9	2,8
G. Bretaña	2,9	2,0	7,7	17,2	11,8	12,0	11,6	6,3	8,0	6,8	7,4
Alemania	0,1	0,8	3,9	3,0	3,6	3,7	4,7	8,0	8,7	11,0	11,3
Francia	3,6	8,5	6,6	6,5	6,7	7,1	7,0	7,2	6,5	3,6	5,7
Italia	6,3	3,8	4,1	3,3	6,7	4,0	2,5	3,8	2,9	2,5	1,9
Japón	3,4	4,7	12,1	13,4	14,9	15,6	12,4	10,5	7,7	9,5	5,3
Australia	1,8	4,7	6,3	4,6	4,1	2,3	2,4	3,1	2,4	1,5	2,2
Σ 8	47,8	60,0	65,4	66,9	65,9	65,0	61,2	59,1	61,2	65,5	62,6

^a Excluidos los nuevos países miembros (México, Corea del Sur, Hungría, Polonia y Chequia). Fuente: OCDE, *Financial Market Trends*.

Por otra parte, esa asimetría se reproduce en el interior de este grupo de países no desarrollados. La mayor parte de su porcentaje se concentra en

un reducido número de países de la Cuenca Asiática del Pacífico, destacando Indonesia, Tailandia, China, Corea del Sur, Malasia y Hong Kong, en tanto que las cuotas son mínimas para los países este-europeos y latinoamericanos. (Recuérdese que en la primera mitad de los años ochenta, países como México y Brasil habían registrado cuotas superiores al 6% del total.)

En sentido inverso, los países desarrollados elevaron su participación desde menos del 50% en la primera mitad de los años ochenta hasta casi el 80% en la segunda mitad, prosiguiendo su incremento hasta el 86% en los años noventa. Ese ascenso ha estado protagonizado, en primer término, por los Estados Unidos, cuya cuota pasó en los años ochenta del 10% al 18% y saltó en los años noventa hasta casi el 50% del total de los préstamos otorgados. También fue significativo el ascenso de la posición británica, aunque ésta haya sido más fluctuante a lo largo del período, hasta situarse en torno al 10% en los últimos años. El resto de los prestatarios se reparte de manera diversificada entre los demás países desarrollados, sin que en la última década ninguno de ellos obloga cuotas por encima del 4%, siendo exigua la parte que corresponde a Japón.

b) El mercado de obligaciones presenta un perfil todavía más selectivo a lo largo del tiempo, de modo que las emisiones de títulos puestas en circulación por las empresas públicas y privadas y por los gobiernos de los países desarrollados han ocupado la mayor parte del mercado, apreciándose una paulatina incorporación de varios países no desarrollados sólo en los últimos años.

Los miembros de la OCDE han concentrado siempre más del 86% del total de las emisiones, registrando una cuota aún más elevada en la segunda mitad de los años ochenta (figura 4.2). En este mercado se aprecia una distribución distinta a la de los préstamos, ya que la posición de los Estados Unidos y Gran Bretaña es inferior, mientras aumenta la presencia de Japón (que ha sido el mayor emisor), Alemania y otros países como Francia, Suecia, Holanda e Italia.

La débil participación de los países no desarrollados ha mejorado en los años noventa hasta representar algo menos de la décima parte de las emisiones, gracias a la presencia de algunos países asiáticos y, sobre todo, a la emergencia de las obligaciones internacionales creadas por varios países latinoamericanos (cuadro 4.2). En el intervalo de 1991 a 1995, la cuota obtenida por los países no desarrollados (8,7%) estuvo basada en las emisiones de México, Corea, Brasil, Argentina, China y Tailandia. El protagonismo de estos seis países ha sido aún más intenso en 1996, cuando la cuota de los países no desarrollados aumentó hasta el 14%, correspondiendo casi la mitad de ese porcentaje a los tres países latinoamericanos y otra cuarta parte a los tres países asiáticos. Por contra, las emisiones de los organismos internacionales y de los países de Europa del Este, a pesar de la tímida aparición de éstos en el mercado, han reducido su participación y solamente representan el 4% del total.

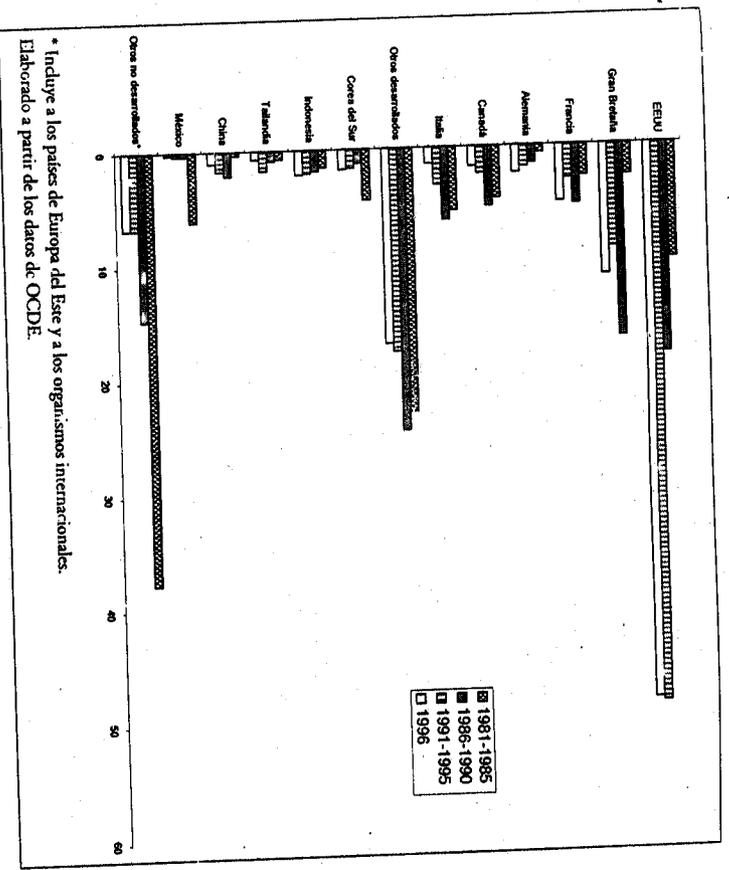


Figura 4.1. Distribución de los países prestatarios de los préstamos internacionales (%).

La fuerte concentración del mercado en torno a los países desarrollados se aminora algunos puntos en las emisiones de obligaciones clásicas, merced a que aumenta ligeramente la participación de los organismos internacionales y de los países este-europeos; se mantiene en las emisiones de obligaciones a tipos de interés variable, donde lo que aumenta es la presencia de países como México, Corea y Hungría; y se convierte en exclusiva en el caso de las obligaciones convertibles o con opciones de suscripción de acciones, donde la participación japonesa es abrumadora cubriendo más de la mitad de las emisiones efectuadas durante los años noventa (cuadro 4.3).

Por lo que se refiere a las obligaciones exteriores, emitidas hacia países distintos al que pertenece la entidad emisora, la concentración también es extrema, ya que esos títulos se colocan fundamentalmente en tres mercados. En primer lugar, destaca Suiza, que en los años ochenta absorbía la mitad de esas emisiones y en los años noventa representa

alrededor de la tercera parte del total. A continuación figura Estados Unidos, cuya cuota de una década a otra ha aumentado del 20% al 34%, y en tercer lugar aparece Japón con un porcentaje del 15%. El resto de esas emisiones, que ha crecido hasta el 20% del total, se coloca en otros países europeos, destacando Luxemburgo, cuyo mercado ha sido el destino de la décima parte de las emisiones en los años noventa.

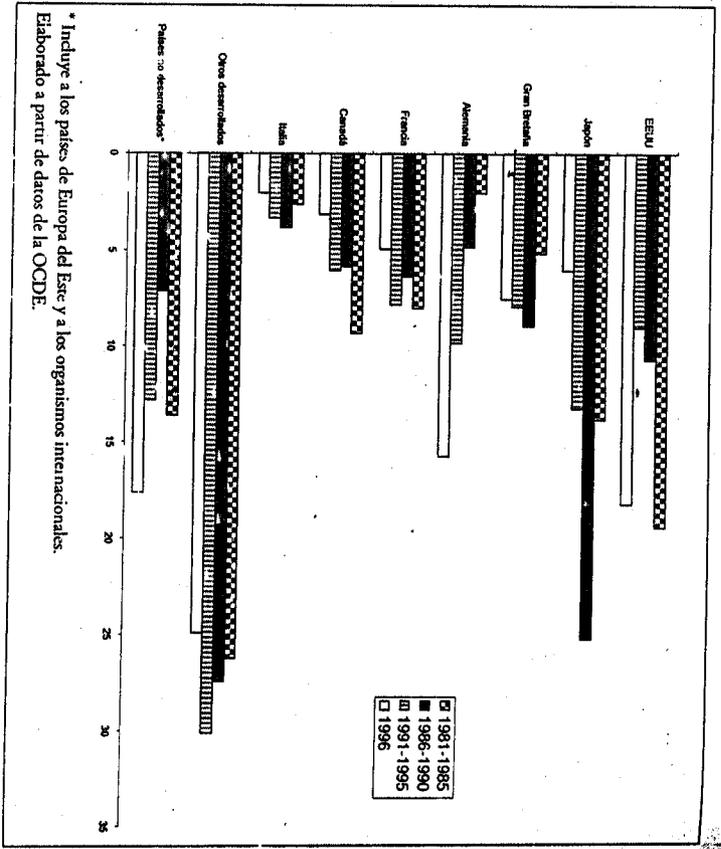


Figura 4.2. Distribución de los países emisores de obligaciones internacionales.

c) Por último, en las líneas de crédito titulizadas, cerca del 95% corresponden a emisiones creadas desde los países desarrollados. En el caso de las euro-notas a medio plazo, que se han convertido en el principal instrumento de ese mercado, en la segunda mitad de los años ochenta la primacía corrió a cargo de las empresas estadounidenses—donde se originaron ese tipo de instrumentos—y de otros países anglosajones. Entre los Estados Unidos, Gran Bretaña y Australia concentraban más de la mitad de las emisiones durante

el periodo 1986-1990. Sin embargo, en la primera mitad de los años noventa, esas líneas de crédito titulizadas también han sido asiduamente utilizadas por empresas europeas y, más aún, japonesas, ostentando estas últimas casi la quinta parte de las emisiones creadas en esos años (figura 4.3).

Cuadro 4.2 Principales países emisores de obligaciones: 1980-1996 (miles de millones de dólares)

Países OCDE	1980	1982	1984	1986	1988	1990	1992	1994	1995	1996
Estados Unidos	5,8	14,8	25,0	44,1	17,3	21,8	17,6	45,6	73,5	129,0
Canadá	3,1	11,4	6,2	16,8	13,1	12,9	23,1	23,5	15,0	22,1
Gran Bretaña	1,7	1,3	5,0	19,6	26,5	33,7	33,7	32,8	26,7	53,4
Alemania	0,2	1,4	2,1	11,8	12,3	9,6	20,2	45,9	71,9	111,5
Francia	2,5	8,2	8,5	13,6	16,5	17,4	32,7	32,4	24,7	34,8
Italia	0,4	1,0	3,7	5,3	7,9	13,2	7,9	16,3	13,6	14,1
Holanda	1,1	0,9	1,1	3,0	2,2	2,2	6,0	19,3	19,8	26,2
Suecia	3,2	2,5	6,4	5,8	8,4	6,6	13,3	21,9	21,5	22,8
Suiza	0,4	0,6	0,6	2,2	..	1,4	2,9	4,9	6,5	6,4
Japón	3,8	8,3	17,0	34,4	51,3	55,4	56,2	38,6	38,8	42,3
Australia	0,4	1,9	3,3	10,0	8,4	3,5	4,8	12,1	10,5	19,9
Org. internacionales	3,9	7,3	7,9	9,2	8,0	15,0	19,9	12,1	17,7	24,9
Países no desarrollados	3,6	4,6	4,8	5,6	5,7	6,5	15,9	48,5	45,4	99,9
Corea del Sur	-	0,2	..	..	..	1,5	3,2	5,4	8,9	14,2
México	0,4	1,6	..	..	..	0,8	2,9	6,5	6,2	19,7
Brasil	0,3	0,1	..	..	..	..	2,6	3,8	6,3	12,8
Argentina	0,1	..	..	..	..	..	1,5	5,1	5,3	13,7
China	-	..	..	..	..	..	1,3	3,8	1,8	4,2
Tailandia	0,1	0,1	..	..	..	0,1	0,7	3,3	1,1	4,9

* Excluidos los nuevos países miembros (México, Corea del Sur, Hungría, Polonia y Chequia). Fuente: OCDE, *Financial Market Trends*.

El resto de las emisiones de euro-notas corresponde a los países no desarrollados, incluyendo a los de Europa del Este y a los organismos internacionales, cuya cuota se elevó desde el 3% al 6,5% entre la segunda mitad de los años ochenta y la primera mitad de los noventa. El aumento de la cuota hasta el 13,7% en 1996 fue debido al incremento de las emisiones a cargo de los organismos internacionales (más de la mitad) y de algunos países como Corea y México, que conjuntamente han representado el 2,6% de las emisiones, correspondiendo el otro 4% a los demás países no desarrollados.

Cuadro 4.3
Principales países emisores y monedas de emisión según los tipos de obligaciones: 1980-1996
(miles de millones de dólares)

	1984	1986	1988	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Clásicas	58,4	141,5	160,2	158,9	242,7	265,4	369,1	290,6	353,3	464,4
Países OCDE	49,4	130,4	147,5	140,0	220,2	232,8	308,3	255,5 ^a	300,2 ^a	353,1 ^a
Estados Unidos	14,6	29,0	14,6	19,1	18,2	10,5	14,7	28,8	47,8	62,8
Canadá	5,2	13,4	12,8	12,3	26,1	22,9	31,1	16,8	12,5	17,5
Japón	6,5	15,7	14,2	20,2	37,8	32,1	34,3	19,2	20,9	23,0
P. no desarrollados	0,9	2,0	3,2	1,9	6,3	11,6	34,6	25,9	37,4	72,2
Otros y org. internac. ^b	8,1	9,1	9,5	17,0	16,2	21,0	26,2	9,2	15,7	39,1
Dólar estadounidense	26,9	64,1	46,7	46,6	64,6	85,6	119,2	84,3	117,0	188,2
Yen	6,0	21,9	19,9	28,8	39,6	36,9	49,6	62,7	65,3	33,9
Franco suizo	8,7	16,4	17,7	15,1	13,0	12,9	16,5	12,0	21,9	19,0
Marco alemán	5,8	11,6	21,4	8,8	11,9	27,9	48,2	22,4	64,0	79,6
Libra esterlina	3,4	4,7	12,3	9,7	15,8	17,3	30,9	17,2	14,3	30,0
ECU	2,5	5,8	10,8	15,0	29,8	18,4	7,1	7,6	4,8	4,3
Otras monedas	5,1	17,0	31,4	34,9	68,0	66,4	97,6	84,4	66,0	109,4
A tipos variables	38,2	51,2	22,3	37,1	18,3	43,6	69,8	96,3	78,9	165,7
Países OCDE	34,6	48,1	21,3	35,7	16,8	40,2	64,7	81,1 ^a	69,6 ^a	145,7 ^a
Estados Unidos	5,5	10,1	1,6	2,0	1,1	6,4	8,8	15,4	23,3	59,1
Gran Bretaña	3,7	12,8	11,4	7,9	7,7	5,7	7,1	11,7	6,7	19,2
Francia	5,4	4,2	2,9	1,9	0,4	2,4	6,9	3,1	3,4	16,2
Suecia	4,1	0,1	0,2	1,2	0,5	1,8	7,9	8,6	3,2	3,8
Japón	2,9	1,8	0,7	8,0	1,6	8,2	5,4	6,5	8,5	3,3
Países no desarrollados	2,6	2,0	0,9	..	..	..	..	14,0	8,6	19,2
Otros y org. internac.	1,0	1,1	0,1	..	..	..	..	1,2	0,7	0,8
Dólar estadounidense	35,1	41,1	8,4	13,8	4,6	27,6	44,4	60,7	45,5	103,8
Yen	-	0,8	1,2	1,9	1,4	3,9	6,5	8,8	8,9	3,5
Marco alemán	-	1,6	1,4	7,9	3,2	3,3	4,2	8,0	7,3	17,6
Libra esterlina	2,0	5,7	9,9	9,0	7,5	4,9	8,3	12,0	6,9	19,8
ECU	0,5	1,0	2,7	2,7	1,3	2,2	..	2,2	2,2	0,2
Otras monedas	0,6	1,0	1,4	1,8	0,3	1,7	6,4	6,8	8,1	20,8
Convertibles	9,3	7,8	11,3	10,6	10,1	5,2	18,1	21,7	12,3	25,6
con opción a suscripción	1,6	19,1	29,7	21,2	31,6	15,7	20,6	9,9	5,8	8,8
Estados Unidos	1,9	3,4	0,6	0,6	1,5	0,4	1,2	0,8	1,5	1,3
Gran Bretaña	0,3	1,7	0,9	2,2	2,2	0,8	3,4	1,8	1,1	0,9
Alemania	0,3	1,7	0,6	0,5	..	..	..	0,1	0,1	2,2
Japón	7,6	14,9	35,6	26,7	31,4	15,5	21,0	8,4	5,4	7,7
Dólar estadounidense	5,5	16,4	28,8	18,8	25,4	11,8	18,5	16,8	11,0	15,3
Marco alemán	0,9	2,8	0,9	1,8	4,7	2,0	2,2	0,7	0,2	2,1
Libra esterlina	4,2	8,1	1,9	2,2	1,8	0,7	2,2	0,8	0,4	0,9
Franco Suizo	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Otras monedas	0,3	1,2	1,3	0,9	2,6	1,5	6,2	6,7	1,7	10,7

^a Excluidos los nuevos países miembros.
^b Incluye a los países de Europa del Este.
Fuente: OCDE, *Financial Markets Trends*.

4.2. El dólar como referente monetario principal

En el terreno de las monedas utilizadas en los mercados internacionales se produce una situación similar a la expuesta en el ámbito de la concentración geográfica de los principales mercados. Se emplean diversas monedas, pero una de ellas, el dólar estadounidense, sigue siendo el referente monetario principal, a pesar de que a lo largo del tiempo ha ido perdiendo algunas cotas del exagerado predominio que ostentaba en los años setenta.

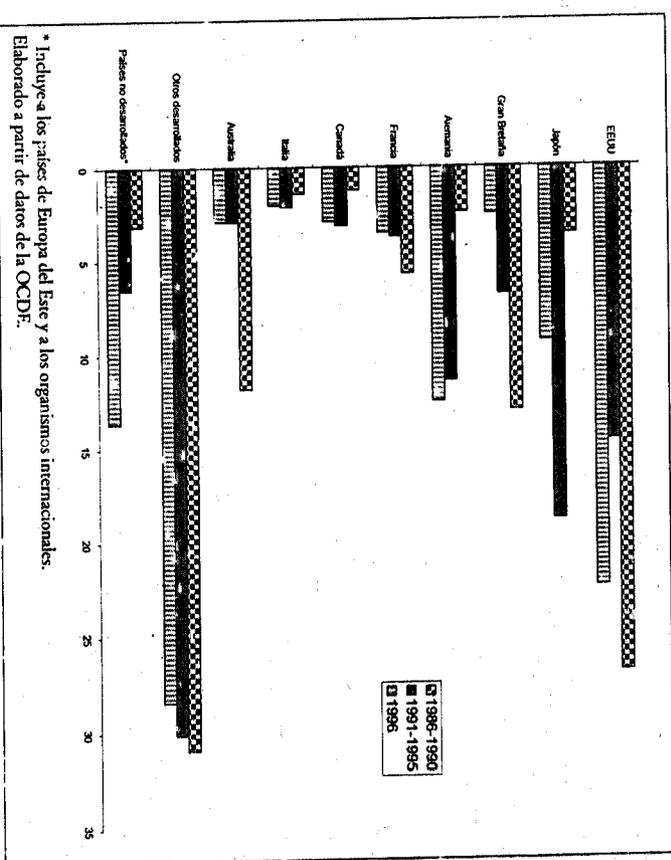


Figura 4.3. Distribución por países de las emisores de líneas de crédito tituladas (%).
Elaborado a partir de datos de la OCDE.

Como se afirma en el primer capítulo, tras la desaparición del orden monetario establecido en Bretton Woods, el funcionamiento de tasas de cambio flotantes dejaba abierta la posibilidad para que cualquier moneda fuerte o grupo de monedas pudiera convertirse en referente monetario de las actividades económicas desplegadas a escala internacional. Siguiendo a Paul Krugman (1991), M. Aglietta (1994) y a otros destacados especialistas, esa posición de referencia depende de la función que ocupe cada moneda como:

- Instrumento de reserva para los activos en manos de los bancos centrales (reservas oficiales) y de los agentes privados (activos financieros)
- Medio de pago en las transacciones de los agentes privados, de los bancos centrales y de otros organismos públicos.
- Unidad de cuenta en la facturación de los intercambios comerciales, en la cotización de las materias primas, en la denominación de la deuda externa y en el anclaje de otras monedas.

Se trata de funciones distintas que guardan una estrecha relación, ya que —por ejemplo— el país que elige una divisa para fijar el comportamiento de su propia moneda debe fortalecer sus reservas oficiales en aquella divisa y, a la vez, selecciona ésta a partir de la denominación monetaria en la que efectúa una parte sustancial de sus intercambios comerciales. Cabe suponer también, como señalan A. Bénassy y P. Deusy-Fournier (1994), que las monedas de referencia deben observar una mayor estabilidad y un mayor grado de predictibilidad en su comportamiento, sin embargo tales condiciones parecen difíciles de alcanzar en el contexto monetario y financiero internacional que preside las relaciones económicas durante las últimas décadas.

4.2.1. Primacía del dólar

Ciertamente esa estabilidad no ha sido la característica por la que ha brillado la moneda estadounidense, como se ha expuesto en el segundo capítulo, sino que, lejos de ello, el dólar ha estado sometido a frecuentes vaivenes, que han sido particularmente intensos en algunos intervalos de tiempo. No obstante, la divisa americana ha seguido ocupando el lugar estelar en las relaciones monetario-financieras internacionales, considerando la posición eminente que desarrolla en cada una de las tres funciones arriba señaladas.

a) Como instrumento de reserva el dólar ha reducido algo su predominio en las reservas oficiales de los bancos centrales, pero sigue representando el 55%-60% del total de los activos en divisas que ostenta esos bancos durante los años noventa. Según el Banco de Pagos Internacionales (Central Bank Survey of Foreign Exchange), a gran distancia quedan las restantes divisas, pese al avance experimentado por el yen (7%-8%) y el marco alemán (14%-18%), ocupando posiciones más periféricas otras monedas europeas, como la libra esterlina (3%), el franco francés (2%), el florín holandés (1%) y el ECU comunitario (6%-10%).

En lo que concierne a los activos financieros privados, la situación es desigual de unos mercados a otros, pero en todos ellos se pone de manifiesto un claro predominio del dólar. En el mercado de divisas, esa supremacía se ratifica en cada uno de sus segmentos (al contado, a plazo, swap,

futuro, opciones) y en cada una de las plazas internacionales (Nueva York, Londres, Tokio, Zurich, Singapur, etcétera), excepto en Frankfurt donde figura después de la moneda germana. Según las estimaciones que se realizan sobre las transacciones globales diarias de divisas, la participación del dólar se sitúa en torno al 40%-45% de la cifra global del mercado. El marco ha ido mejorando su posición, pero todavía no alcanza el 20% del volumen negociado cada día, mientras que el yen ostenta un 12%-14% y la libra esterlina el 7%-8%. La quinta parte restante se reparte entre el franco suizo, el franco francés, el dólar canadiense y otras monedas de menor rango.

En los mercados de capital sucede otro tanto de lo mismo. En los préstamos internacionales la posición del dólar disminuyó durante la segunda mitad de los años ochenta, desde el 78% hasta el 68%, pero en la última década ha vuelto a ser la moneda de denominación del 80% de los créditos otorgados. Entre las otras monedas, únicamente la libra esterlina, el yen y el ECU han tenido cierta relevancia durante algún intervalo de las dos últimas décadas (figura 4.4), siendo aún más modesta la presencia del marco y de las otras monedas europeas.

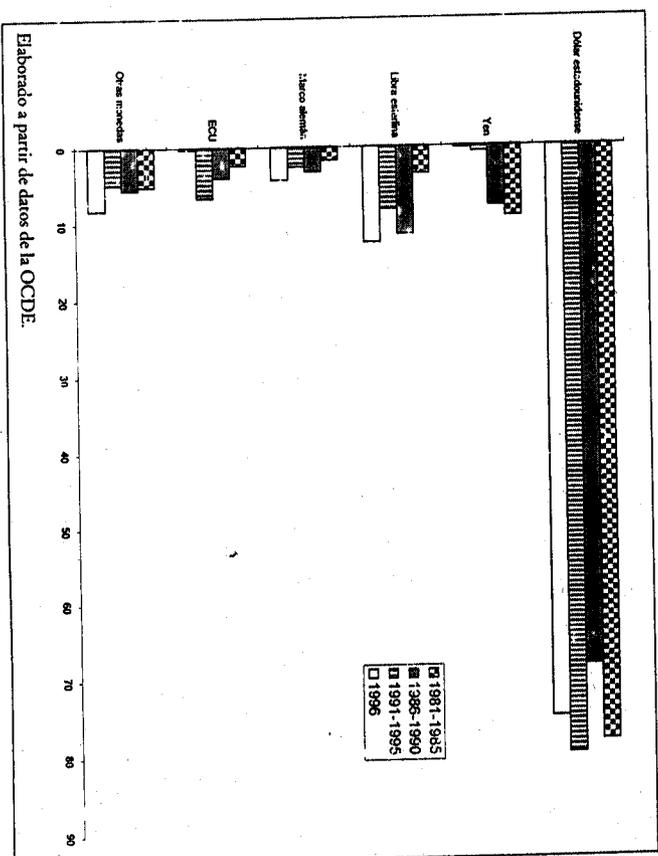


Figura 4.4. Distribución por monedas de los préstamos internacionales (%).

Cuadro 4.4
Divisas de denominación de los préstamos internacionales (%)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Dólar EEUU	93,0	93,0	88,2	79,6	66,9	62,5	67,0	65,1	69,9	75,0	64,6	84,5	75,4	81,0	80,7	76,8	74,7
Yen	-	-	3,7	7,4	16,3	18,5	16,1	10,8	5,6	4,7	1,8	1,1	1,4	0,7	0,2	0,2	0,2
Libra esterlina	1,4	2,5	2,8	4,1	4,5	3,4	6,4	14,7	14,1	9,0	13,5	4,2	1,9	2,2	8,6	11,7	12,5
Marco alemán	1,8	0,8	1,5	1,5	2,7	2,1	3,0	2,4	2,2	2,9	5,7	2,1	1,8	3,2	1,1	4,1	4,2
Franco suizo	-	-	0,1	0,6	2,0	3,0	2,1	0,7	0,3	0,3	0,1	0,6	0,3	0,4	0,1	0,1	0,5
ECU	-	-	0,3	0,9	3,4	7,1	2,2	2,4	2,8	4,0	8,0	3,9	15,0	6,4	3,9	3,8	0,2
Otras monedas	3,8	3,7	2,4	5,9	4,2	3,4	3,2	3,9	5,1	4,1	6,3	3,6	4,2	6,1	5,4	3,3	7,7

Fuente: OCDE, *Financial Market Trends*.

Cuadro 4.5
Divisas de denominación de las obligaciones (%)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Dólar EEUU	42,2	60,4	65,6	58,0	57,3	54,0	53,9	38,8	41,2	45,9	33,3	29,7	36,9	35,9	37,5	39,5	43,0
Marco alemán	22,1	5,4	6,5	8,1	7,8	8,5	8,0	8,0	10,1	7,5	8,3	7,1	10,4	11,8	7,8	15,5	14,0
Yen	4,9	6,6	5,6	5,5	7,1	9,1	10,4	13,7	8,4	8,7	13,5	12,6	11,2	9,6	13,3	12,6	8,6
Libra esterlina	3,0	3,0	2,2	3,8	4,9	4,0	4,6	7,8	9,4	8,4	9,5	8,8	7,6	10,8	8,8	5,9	8,8
Franco francés	3,0	1,3	..	..	..	1,1	1,7	1,3	1,3	2,4	4,3	6,1	7,5	8,7	7,0	2,8	6,4
Lira	..	..	..	..	..	..	..	..	..	1,6	2,4	3,2	2,5	3,1	5,5	3,8	4,9
Franco suizo	19,7	16,9	14,4	17,1	14,6	11,3	10,7	12,9	11,1	8,7	10,5	7,1	5,8	6,1	4,8	5,6	3,3
ECU	..	..	0,9	2,7	3,3	5,2	3,4	4,0	4,9	5,6	8,1	11,1	6,8	1,6	2,0	1,7	0,7
Dólar canadiense	0,7	1,4	1,6	1,4	1,7	1,6	2,3	3,4	5,7	4,6	2,7	7,2	4,7	6,4	3,6	0,7	1,0
Otras monedas	4,4	5,0	3,2	3,4	3,3	8,2	5,0	10,1	7,9	6,6	7,4	7,1	6,6	6,0	9,7	11,9	9,3

Calculado a partir de datos de OCDE, *Financial Market Trends*.

En el mercado de obligaciones la participación del dólar es inferior y tiende a descender, pero sigue siendo la principal moneda de emisión; ha pasado del 59% en la primera mitad de los años ochenta al 43% en la segunda mitad y al 36% en los años noventa. Esa presencia es inferior en las obligaciones clásicas (25%) pero muy superior en las obligaciones variables (60%) y en las convertibles y con opción (55%). El retroceso experimentado por el dólar, secundado por el franco suizo, se ha debido al incremento de la contribución prestada por otras monedas importantes como el yen, el marco, la libra y, en menor medida, el franco francés y la lira italiana (figura 4.5). Según la OCDE (*Financial Market Trends*), la importancia del yen y del marco es mayor en la emisión de obligaciones clásicas, con cuotas del 17% y del 12% respectivamente en los años noventa, mientras que la posición de la libra esterlina mejora en las obligaciones variables (13%) y la del franco suizo lo hace en las obligaciones convertibles y con opción (22%).

b) Como medio de pago, la posición del dólar sigue siendo la más importante en el comercio internacional, aunque la cuota que ostenta en este mercado de bienes se ha reducido desde más del 55% en los primeros años ochenta hasta algo menos del 50% en los años noventa. El yen ha elevado su participación hasta el 5% y las monedas de las cinco principales economías europeas (Alemania, Gran Bretaña, Francia, Italia y Holanda) han ganado cuatro puntos hasta acercarse al 40%.

No obstante, como señala el estudio del Instituto del ECU (1995), resulta elocuente el lugar tan importante que ocupa el dólar en el comercio exterior de los otros países más desarrollados. La presencia de esa moneda es abrumadora en las exportaciones e importaciones de la economía estadounidense (98% y 89% respectivamente) durante el periodo de 1992 a 1996 y también es mayoritaria en el comercio exterior de Japón, con porcentajes del 53% para las exportaciones y 70% para las importaciones, frente a las cuotas del propio yen que se sitúan en el 36% y 23% respectivamente. Aunque en un tono menor, el dólar también supone porcentajes notables en el comercio exterior de las economías europeas, pues representa el 20-30% de sus compras y ventas, a pesar de que una parte mayoritaria de ese comercio tiene un carácter intracomunitario.

Todavía más patente es la fortaleza del dólar en los intercambios bilaterales de los Estados Unidos con cada uno de los países. Según la Oficina de Estadísticas Laborales de dicho país (citado en G. Tavlas, 1997), en 1995, se realizaba en dólares más del 80% del comercio estadounidense con Canadá, Francia y Japón; más del 75% del efectuado con Gran Bretaña y cerca del 60% del realizado con Alemania. Más apabullante es el caso de los intercambios con países no desarrollados, como Brasil, México o Corea del Sur, con los cuales prácticamente la totalidad de los intercambios bilaterales se llevaba a cabo en dólares.

c) Como unidad de cuenta, el dólar es la moneda de facturación de una parte considerable del comercio internacional y es también la moneda en la que se cotiza un gran número de productos agropecuarios, minerales y metales preciosos en sus respectivas bolsas, sea en operaciones al contado y a plazos o en productos derivados. Al tiempo, es la moneda en la que se denomina la parte mayoritaria de la deuda externa de los países no desarrollados; únicamente el yen ocupa una posición similar en lo que respecta a la zona de la Cuenca Asiática del Pacífico.

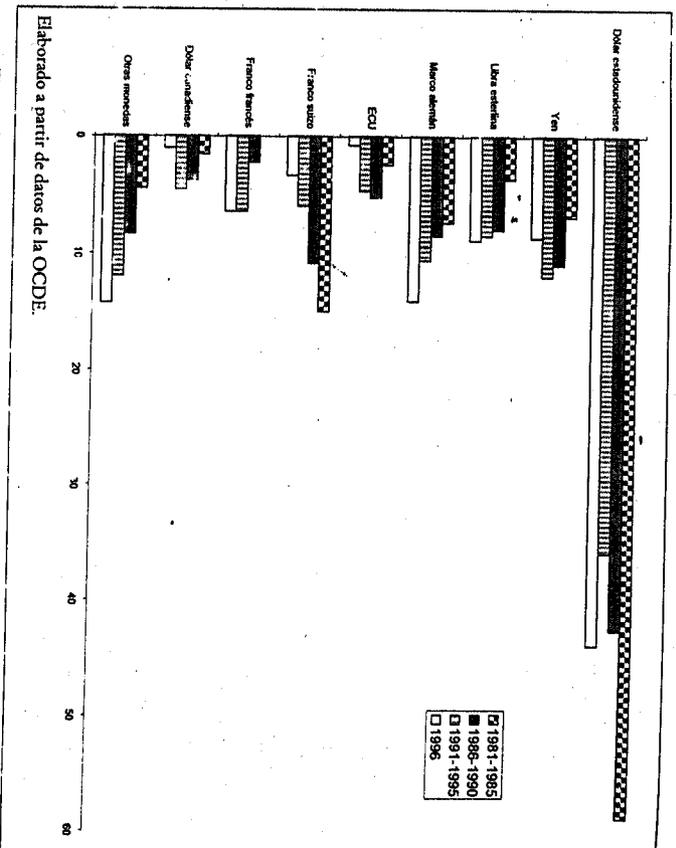


Figura 4.5. Distribución por monedas de la emisión de obligaciones internacionales (%).

Por último, numerosas monedas toman al dólar como divisa de anclaje o de referencia estrecha, a la que vinculan su valor nominal, controlando un "área del dólar" a la que pertenecen países tan significativos como Canadá, Israel, Arabia Saudí, los principales países de América Latina (México, Brasil, Argentina, Venezuela, Chile, Perú y otros) y un grupo de países asiáticos, entre los que se encuentran Hong Kong, Singapur, Taiwán, Corea del Sur, Indonesia, Malasia y Paquistán.

4.2.2. Posibilidades futuras del euro

Las sombras de incertidumbre que acechan la supremacía del dólar en el futuro proceden del papel internacional que puedan tener el yen y el euro. El potencial de la moneda japonesa está relacionado con dos cuestiones interdependientes. De un lado, la disposición que muestren los dirigentes nipones para profundizar la apertura externa de su sistema financiero y para ampliar sus responsabilidades económicas en el escenario internacional, de forma que su moneda pueda ejercer una función más activa y polivalente en dicho escenario. De otro lado, está en juego el papel económico de los países asiáticos situados en la comisa del Pacífico—incluyendo China—y la labor de liderazgo de Japón en el fortalecimiento de un espacio regional que esté cada vez más integrado en sus relaciones productivas, comerciales, monetarias y financieras. La consolidación regional de dicho bloque tendería en el yen a su referencia monetaria principal y, por extensión, dicha moneda ampliaría sus funciones a escala internacional.

Por lo que se refiere al espacio europeo, está fuera de dudas la gran entidad económica que tienen los países que integran la Unión Europea, empujados al alumbiar el nacimiento de un área monetaria a escala continental. Dejando al margen el debate suscitado desde que en 1991 se formuló en Maastricht la estrategia que debía conducir a la unificación monetaria, a estas alturas las decisiones adoptadas en el marco de la Unión parecen definitivas.

En 1996 los países miembros acordaron la puesta en circulación del euro en el año 2002. En 1997 consensaron el Pacto de Estabilidad para garantizar la coherencia de su funcionamiento. Finalmente, en la cumbre de Bruselas, celebrada en mayo de 1998, se han seleccionado las 11 monedas que se integrarán en la unidad monetaria. Únicamente quedarán al margen—por decisión de sus propios países—las monedas de Gran Bretaña, Dinamarca y Suecia, en tanto que el drama de Grecia lo hará por la imposibilidad de cumplir los criterios de convergencia establecidos.

El propósito de los dirigentes políticos y de las fuerzas económicas que desdoblaron de los años ochenta apostaron por la unión monetaria contenía un doble objetivo. En el plano interno, suponían que la moneda única aportaría una contribución decisiva para la estabilidad macroeconómica, reduciendo los niveles de inflación, controlando los déficit presupuestarios, nivelando a la baja las tasas de interés y fortaleciendo las relaciones financieras en el espacio comunitario. En el plano externo, la moneda única podría disputar al dólar una parte de la supremacía que este ejerce en los intercambios comerciales, las inversiones y los mercados financieros a escala internacional.

No obstante, más allá de la voluntad mostrada por los dirigentes europeos, siguen existiendo numerosas incertidumbres sobre las posibilidades de alcanzar ese doble objetivo, debatiéndose en los círculos políticos, económicos e intelectuales el potencial de estabilización/desestabilización que puede acarrear esa moneda única.

El potencial de estabilidad dependerá fundamentalmente de tres cuestiones que se hallan interrelacionadas. En primer lugar, la solvencia que tenga el Banco Central Europeo, como autoridad monetaria, para gestionar la evolución del *euro*. (Ante una crisis bancaria generalizada, como consecuencia de la fuerte competencia que se avecina, ¿frontaría el BCE su saneamiento a través de la concesión de recursos oficiales, como de hecho han venido haciendo los bancos centrales nacionales?)

En segundo lugar, depende de la coherencia monetaria que pueda alcanzarse en la Unión, según sea el comportamiento de las variables monetarias en los países integrantes. (¿Hay garantías ciertas de que no aumentarán los desequilibrios monetarios en distintos países?) En tercer lugar, la estabilidad depende de la posibilidad de mantener una armonía monetaria en un contexto económico en el que prosiguen, o incluso se recrudecen, las grandes diferencias entre las capacidades tecnológicas, productivas, sociolaborales y externas de las economías que integran dicho espacio europeo. (¿Qué grado de conflicto social —y, por tanto, de tensiones monetarias— puede desencadenarse si la estabilidad de la tasa de cambio obliga a realizar siempre los ajustes por el lado de los salarios y el empleo?)

En cuanto al potencial internacional del *euro* no debe omitirse la importancia que tiene el hecho de que la libra esterlina y el franco suizo permanezcan al margen de él. Gran Bretaña es uno de los principales países en los mercados financieros, en tanto que la libra y el franco suizo tienen una importante presencia en los mercados de capital que se desarrollan en el continente. Londres es la principal plaza europea en el mercado de divisas, en la cotización de materias primas y en productos derivados; y Zurich es otra plaza europea de primera línea. Al mismo tiempo, la unificación del espacio monetario supondrá también un efecto sustitución entre los activos de reserva de los bancos centrales y de los agentes privados europeos, puesto que junto al *euro* probablemente incrementarán la tenencia de otras divisas distintas para diversificar sus carteras.

En el lado positivo de la balanza, en la medida en que se logre un alto grado de estabilidad monetaria y un fortalecimiento de los sistemas financieros internos, las posibles ventajas que aportaría el *euro* serían de tres tipos. Unas procederían de su consolidación como activo de confianza para los bancos centrales y los agentes privados no europeos, lo que daría lugar a un aumento de la demanda mundial de *euros* y a una expansión de las operaciones financieras denominadas en dicha moneda, tanto en el mercado de divisas, como en los mercados de capitales y de derivados. Otras ventajas surgirían de la mayor utilización del *euro* como medio de pago en las transacciones comerciales, tanto en los intercambios de los países europeos con los países de otros continentes, como en la relación de esos otros países entre sí. Finalmente, otro paquete de ventajas vendría de la creciente utilización del *euro* como moneda de facturación de esas transacciones comerciales, como moneda de cotización de materias primas y como referente central para las monedas de otras zonas, como serían los países de Europa del Este, la cornisa mediterránea meridional y otras áreas del continente africano.

4.3. Grandes poderes financieros

Desde el punto de vista de los agentes que participan en los mercados financieros se constata la existencia de una pléyade de entidades que concurren en cada mercado, con un grado dispar de especialización y de presencia relativa. Con frecuencia se llama la atención acerca de la oportunidad que tiene cualquier agente económico de acceder a esos mercados, resaltando varios aspectos: a) la abundante y diversificada oferta de recursos disponibles, b) la variedad de operaciones que se realizan, c) los mecanismos electrónicos que se utilizan, y d) la limitada inversión que se requiere para participar inicialmente —por ejemplo— en los mercados de derivados. Atendiendo a todo ello, es evidente que resulta imposible un control estricto de esos mercados por uno o varios sujetos participantes en un universo financiero ingente, imprevisto y expansivo.

Sin embargo, esas características no son incompatibles, sino todo lo contrario, con la existencia de importantes actores que protagonizan una parte sustancial de las actividades que se llevan a cabo en los intercambios de divisas, préstamos, títulos y derivados. Sin disponer de capacidad de control, sí tienen capacidad suficiente para mediatizar determinados comportamientos financieros internacionales, convirtiéndose en *formadores de mercado*, sobre todo en determinados momentos críticos.

El panorama financiero internacional muestra que hay tres protagonistas fundamentales en escena: los grandes bancos, las firmas transnacionales y los inversores institucionales. Pero antes de adentrarnos en ellos, parece conveniente avanzar algunos comentarios a propósito de otros actores financieros.

Una primera cuestión es el lugar que ocupan los poderes públicos nacionales, en particular los pertenecientes a los países más importantes, tanto a través de las operaciones que realizan sus bancos centrales como de las disposiciones normativas y de la actividad presupuestaria que desarrollan los gobiernos. Esa función pública parece cada vez más subalterna en el funcionamiento de los mercados financieros, pero ello no debe interpretarse como una consecuencia lógica e inexorable de dicho funcionamiento, sino como una limitación autoimpuesta por las autoridades políticas y económicas.

En unos casos por la propia convicción de los gobernantes o por los intereses sociales que representan y en otros casos por las presiones a las que son sometidos por las grandes fuerzas económicas, lo cierto es que el pensamiento y la acción de los gobiernos están regidos por la ideología del *laissez faire* ante los mercados financieros. Aceptan sin más la lógica imperante en esos mercados y se adscriben al "it" dogmático que defiende la bondad intrínseca que supone la plena libertad de movimientos de los capitales. Un ejemplo ilustrativo que en su día publicó la prensa estadounidense fue el consejo dado por el Secretario del Tesoro, Mr. Rubin, al presidente Bill Clinton en los meses iniciales de su primer mandato. Durante la campaña electoral, Clinton y sus principales asesores habían criticado con dureza la política económica republicana de

los años ochenta, denunciando, entre otros asuntos, que había favorecido a los poderes financieros en detrimento de la actividad industrial. Una vez instalado en la Casa Blanca, el ministro aconsejó a su presidente que no tomara ninguna medida que pudiera perjudicar a las grandes fuerzas de Wall Street porque en ese caso tales fuerzas se pondrían a la política presidencial. A la vista de lo sucedido, parece evidente que Clinton tomó debida nota de aquel consejo.

Se insiste con demasiada frecuencia en la tesis de que la globalización financiera vacía de contenido los instrumentos que tienen en sus manos los poderes públicos para actuar en materia monetaria y financiera. Sin embargo, ese planteamiento sólo es cierto si se acepta previamente que la lógica y la dinámica de los mercados financieros no deben ser perturbadas. De lo contrario, aunque resulta evidente que cualquier proceso de internacionalización reduce los márgenes nacionales, no cabe inferir de ello que los gobiernos y los bancos centrales carezcan de resortes importantes que —en el caso de que estuvieran dispuestos a emplearlos— podrían influir de modo significativo en el comportamiento de los mercados financieros.

Un segundo tipo de actores en el que no nos detendremos es el que forma la pléyade de establecimientos financieros, tales como los bancos de inversión, las grandes casas comerciales, las sociedades inmobiliarias y muchos otros, que tienen presencia en esos mercados y que en algunos casos han llegado a adquirir una gran dimensión económica y una influencia cierta. Destacan entre éstos, los denominados *Hedge Fund*, que han protagonizado operaciones de notable repercusión en el mercado de divisas y en los mercados de productos derivados, provocando la desestabilización de ciertas monedas europeas y asiáticas.

4.3.1. Grandes bancos internacionales

Los principales bancos norteamericanos, europeos y asiáticos han atravesado por serios trances críticos y han tenido que llevar a cabo una profunda reestructuración de sus funciones para situarse en posiciones ventajosas dentro de las nuevas relaciones financieras internacionales. La desintermediación de operaciones que hasta entonces se realizaban a través de los bancos y la intensa competencia creada por las empresas financieras no bancarias han obligado a los establecimientos bancarios a llevar a cabo esa reformulación de sus funciones.

Las grandes firmas transnacionales, las empresas estatales y las administraciones públicas fueron creando vías de conexión directa con los mercados financieros de divisas y préstamos, dejando de contar con la intermediación que hasta entonces realizaban los bancos. Las familias desplazaron parte de sus ahorros hacia fondos de inversión y otros activos, dejando de colocarlos en depósitos bancarios. La crisis de la deuda de los países latinoamericanos y algunos asiáticos dañó la posición acreedora de los grandes bancos, principalmente estadounidenses. La aparición de nuevos instrumentos financieros no garantizados

supuso la elusión de la actividad de los bancos en la concesión de líneas crediticias titulizadas. El entometimiento de empresas financieras no bancarias en el negocio de los préstamos y en otras operaciones de intermediación redujo el ámbito de actuación de los bancos comerciales.

De ese modo, a lo largo de los años ochenta y noventa los bancos sufrieron una aguda crisis que contribuyó a perfilar aún más sus características como grandes actores del panorama financiero internacional. La intrusión de otras empresas en los ámbitos bancarios tradicionales se produjo en un contexto de rápida desreglamentación de las normativas que acobaban el campo de actuación financiera. Desaparecieron entonces muchas exigencias de garantía sobre los depósitos y las reservas, así como diversas restricciones sobre los activos de alto riesgo, al tiempo que se relajaban los mecanismos de inspección bancaria en unos años en los que aparecían nuevos agentes e instrumentos financieros y nuevos tipos de operaciones financieras tanto en los mercados nacionales como internacionales. Proliferaron entonces los movimientos especulativos de alto riesgo, quedando en evidencia la degradación de la calidad de los activos bancarios, la relajación de los controles internos y la inadecuación de sus estructuras organizativas.

Recuadro 4.2

Grandes bancos a escala mundial (clasificados según el valor de sus activos en 1996)
(miles de millones de dólares)

1. Bank of Tokio-Mitsubishi (Japón)	650
2. Deutsche Bank (Alemania)	570
3. Nations Bank/Bank America (EEUU)	565
4. Crédit Agricole (Francia)	480
5. Sumitomo Bank (Japón)	460
6. Industrial & Commerce Bank (China)	440
7. Dai-ichi Kangyo Bank (Japón)	435
8. Fuji Bank (Japón)	430
9. Sanwa Bank (Japón)	425
10. Sakura Bank (Japón)	420
11. HSBC (Gran Bretaña)	400
12. Crédit Suisse (Suiza)	390
13. Chase Manhattan (EEUU)	365
14. Dresdner Bank (Alemania)	355
15. Banque Nationale de París (Francia)	355

Fuente: The Banker, citado en *El País*, Suplemento de Negocios, 19-4-98.

La crisis se dejó sentir primeramente en los Estados Unidos y después en un gran número de países desarrollados, haciéndose patente a finales de los años ochenta una intensa caída de la tasa de rentabilidad bancaria. M. Aglietta (1997)

Y T. Lambert (1997) muestran cómo el rendimiento sobre el valor de los fondos propios fue descendiendo desde tasas en torno al 13%-15% hasta otras del 7%-8% en los Estados Unidos en 1989-1990, del 2%-5% en Gran Bretaña en 1989-1992, inferiores al 5% en Japón desde 1991, y nulas o incluso negativas en Francia entre 1993-1995; solamente se mantuvo cierta estabilidad (5%-8%) en Alemania y Suiza. La misma tendencia se observó en el comportamiento de otros indicadores, como el rendimiento sobre el valor de los activos totales, apreciándose una caída generalizada de su tasas.

La crisis puso en cuestión las estructuras bancarias vigentes y planteó la necesidad de llevar a cabo una profunda transformación organizativa y una amplia recapitalización financiera. Se produjo así el saneamiento de los activos bancarios, recibiendo para ello importantes ayudas estatales. Según M. Aglietta (1997), en los Estados Unidos las ayudas públicas en forma de recursos aportados directamente por las administraciones estatales, junto con las coberturas sobre depósitos y las líneas de financiación abiertas desde la Reserva Federal, supusieron más de 400.000 millones de dólares entre 1981 y 1992. Igualmente, en el intervalo de 1992 a 1995 el apoyo estatal a los bancos privatizados superó los 1,7 billones de yen en Japón, 200.000 millones de francos en Francia, 13.500 millones de libras en Gran Bretaña y 90.000 millones de coronas en Suecia.

Desaparecieron entonces muchos bancos y otros aumentaron su tamaño a través de operaciones de compra y/o de fusión, dando lugar a un notable incremento del grado de concentración bancaria. Según M. Sammartin (1997), considerando sólo los tres primeros bancos de cada país, en 1995 la relación entre sus activos y el total de activos del sistema bancario era del 55% en Gran Bretaña, el 40% en Francia, más del 25% en Alemania e Italia, alcanzando el 20% en los Estados Unidos, país que tradicionalmente ha tenido un reducido grado de concentración. Si se consideran los 10 primeros bancos de cada país, entonces los porcentajes se elevan hasta el 95% en Gran Bretaña, casi el 90% en Francia, el 70% en Alemania e Italia y cerca del 50% en los Estados Unidos. La concentración bancaria se amplifica en los años noventa a un ritmo implacable.

Todo ello ha provocado un desplazamiento de la posición financiera de los bancos hacia otras funciones, pasando a intervenir como agentes comisionistas en multitud de operaciones, creando nuevos servicios y acentuando su papel como grandes inversores que actúan en los mercados financieros. Ello ha originado una mayor diversificación de sus actividades y un grado creciente de transnacionalización tanto de sus sucursales como de sus operaciones en el exterior.

Los bancos han pasado a ejercer funciones de gestión como mediadores en la búsqueda de créditos internacionales y en la colocación de emisores de obligaciones y de instrumentos titulizados. Unas veces actúan como bancos fidejures, otras como instituciones de cobro y otras como entidades aseguradoras entre los prestatarios y los inversores que participan en esos mercados, a cambio de lo cual obtienen importantes comisiones. Según un estudio de la OCDE (*Revue de l'OCDE*, nº 25, 1995), esas comisiones han ido aumentando su par-

ticipación en los ingresos totales de los bancos, de forma que en el intervalo de 1990 a 1992 representaban más del 40% en la banca comercial de Gran Bretaña, el 34% en la de los Estados Unidos y más del 30% en la de Canadá. En los países europeos continentales (Alemania, Francia e Italia) significaban porcentajes en torno al 25% y en Japón suponían el 20%, aunque en este caso el estudio se refería sólo a los grandes bancos.

Recuadro 4.3

Concentración bancaria: compras y fusiones
las 20 mayores operaciones recientes (hasta abril de 1998)

Bancos	País	Año	Miles de millones
Citicorp - Travelers Group (fusión)	EEUU	1998	70
BankAmerica - Nations Bank (fusión)	EEUU	1998	65
Bank One - First Chicago (fusión)	EEUU	1998	30
Union Bank - Swiss Bank (compra)	Suiza	1997	25
First Union - Corestate (compra)	EEUU	1997	18
Nations Bank - Barnett Bank (compra)	EEUU	1997	15
Wells Fargo - First Interstate B. (compra)	EEUU	1996	13
Chemical B. - Chase Manhattan (fusión)	EEUU	1996	10
Nations Bank - Boatman's B. (compra)	EEUU	1996	10
First B. System - US Bancorp (compra)	EEUU	1997	9
Travelers - Salomon Brothers (compra)	EEUU	1998	9
Washington Mutual - Amnanson (compra)	EEUU	1998	7,5
Conseco - Green Tree Financial (fusión)	EEUU	1978	7
First of America B. - National City (compra)	EEUU	1998	5
B. Ambrosiano - C. Risparmio (compra)	Italia	1997	4
B. Verensbank - Wechs'el Bank (compra)	Alemania	1997	4
ING Groep - Bruxelles Lambert (compra)	Hol/Belg	1998	4
B. Santander - B. Español Crédito (compra)	España	1998	3,5
Nordbanker - Merita (compra)	Fin/Suec	1998	2,5
Paribas - Barclite Co. (compra)	Francia	1997	2,5

Fuente: El País, Suplemento de Negocios, 19-4-98.

Al mismo tiempo, los bancos han aumentado considerablemente sus Carteras de activos como inversores en competencia con otras empresas privadas e instituciones. Con el propósito de elevar su rentabilidad en operaciones de mayor o menor riesgo, actúan en múltiples mercados: a) concediendo créditos sindicados, b) adquiriendo obligaciones, acciones e instrumentos titulizados en sus diversas modalidades, c) comprando y vendiendo divisas, d) interviniendo en los mercados de productos derivados. De ese modo, los bancos poseen unas grandes Carteras de activos cada vez más diversificadas.

La concentración y la reestructuración de las carteras bancarias estuvo complementada por una creciente proyección externa de la presencia y de las operaciones de los grandes bancos japoneses, norteamericanos y europeos. Unas veces se internacionalizaron acompañando a sus principales clientes en la realización de operaciones exteriores; otras veces lo hicieron en su función gestora para colocar emisiones en los mercados exteriores; y otras veces estuvo motivado por su deseo de intervenir como inversores en los mercados financieros internacionales. Los bancos norteamericanos optaron por transnacionalizar sus operaciones, de modo que éstas han llegado a suponer la mitad de su actividad total, mientras que los bancos europeos han elegido la vía de la ins-talación de sucursales en el exterior, de forma que éstas suponen como media más del 40% de la cifra de negocio de los principales grupos bancarios, porcentaje que es muy superior en el caso de la banca británica y francesa.

4.3.2. Corporaciones transnacionales

Las grandes firmas transnacionales ostentan el liderazgo productivo, tecnológico y comercial en las principales líneas de productos industriales y a la vez juegan un papel decisivo en la escena financiera internacional. Ellas son las que protagonizan gran parte de las inversiones extranjeras —directas y en cartera— referidas en el anterior capítulo. Según el FMI (*World Economic Outlook*, mayo, 1997), entre 1970 y 1995 el número de empresas transnacionales se ha multiplicado por siete hasta suponer cerca de 37.000 firmas. Según G. de Bernis (1998), el capital conjunto de las 200 firmas más importantes equivalía al 17% del PIB mundial en 1960, al 24% en 1982 y al 32% en 1995.

Igualmente, esas grandes firmas tienen una presencia decisiva en el comercio internacional, efectuando más de la mitad de sus ventas en países distintos a los que pertenecen sus casas matrices. Si se considera, por ejemplo, el comercio exterior de los Estados Unidos, el 55% es realizado por compañías transnacionales. Según el Departamento de Comercio (*Statistical Abstract*), el intercambio entre las casas matrices estadounidenses y sus filiales en el exterior supone aproximadamente el 30% de las exportaciones y el 20% de las importaciones, mientras que el intercambio entre las empresas filiales extranjeras que estas asientan en los Estados Unidos y sus casas matrices situadas en el exterior significa el 25% de las exportaciones y el 35% de las importaciones.

Es así que merced al intenso entrelazamiento comercial y financiero entre las matrices y las filiales, a través de la extensión geográfica de éstas por todo el planeta, las empresas transnacionales disponen de unas condiciones privilegiadas para conocer los mercados financieros internacionales y para operar en ellos logrando grandes ventajas, en particular las firmas estadounidenses, japonesas y británicas. De hecho, la articulación que establecen las matrices con sus filiales constituye en sí misma un enorme mercado financiero privado a escala mundial

y, como suele afirmarse, los propios departamentos financieros de esas corporaciones funcionan como si fuesen grandes bancos transnacionales.

En virtud de ello, desde que se inició la expansión de las relaciones financieras internacionales en los años setenta, esas corporaciones han podido diseñar de una manera más eficaz sus estrategias de financiación para captar préstamos, emitir títulos de toda índole y negociar productos derivados según su conveniencia. De igual manera, más allá de sus propias necesidades de financiación para realizar inversiones o compras comerciales, esas grandes empresas se han convertido en poderosos inversores que participan en el mercado de divisas, toman obligaciones o instrumentos titulizados y productos derivados creados por otras entidades con el fin de obtener importantes ganancias financieras.

Recuadro 4.4

Las 20 mayores firmas transnacionales en 1996 (según el valor de su cifra de negocios) (miles de millones de dólares, cifras aproximadas)

1. General Motors (EEUU)	140
2. Ford Motor (EEUU)	120
3. Mitsubishi (Japón)	115
4. Royal Dutch Shell (G.B./Hol)	105
5. Exxon (EEUU)	100
6. Toyota Motor (Japón)	90
7. Samsung (Corea)	75
8. General Electric (EEUU)	65
9. IBM (EEUU)	60
10. Hitachi (Japón)	60
11. Mobil Oil (EEUU)	60
12. Daimler-Benz (Alemania)	60
13. British Petroleum (G. Bretaña)	60
14. Matsushita Electric (Japón)	55
15. Volkswagen (Alemania)	55
16. Daewoo (Corea)	50
17. Siemens (Alemania)	50
18. Chrysler (EEUU)	50
19. Nissan Motor (Japón)	50
20. Philip Morris (EEUU)	45

Fuente: *The Economist*, nº 560, noviembre, 1997.

4.3.3. Inversores institucionales

El otro gran actor en la escena financiera internacional lo conforman los inversores institucionales, es decir, el conjunto de entidades que canalizan el

ahorro colectivo, algunas de las cuales, como sucede con los fondos de pensiones, tienen como función primordial la de garantizar la protección social de sus asociados. Esas entidades disponen de un notable poder financiero que se deriva de su fuerte dotación de capital, de la convergencia de las actividades que realizan y de la creciente dotación de capital, de la convergencia de las actividades que realizan y de la creciente diversificación de sus carteras. Gracias a ello, se han convertido en poderosos establecimientos financieros a escala mundial que ejercen una gran influencia en el comportamiento de los mercados de títulos, divisas, préstamos y derivados.

Los recursos financieros con que cuentan esas instituciones se incrementaron en un 70% durante la primera mitad de los años noventa hasta alcanzar los 24,3 billones de dólares en el conjunto de los países de la OCDE (*Financial Markets Trends*). Por orden de importancia, en 1995 figuraban en primer lugar las compañías de seguro con unos recursos valorados en más de 8,5 billones, que significaban el 36% del total. A continuación se situaban los fondos de pensiones con 6 billones, equivalentes a la cuarta parte del total. Las sociedades colectivas de inversión tenían 5,6 billones y otras entidades casi 4 billones de dólares.

Esos fondos institucionales tienen una gran tradición en los países anglosajones, destacando por encima de todos la envergadura de las organizaciones de los Estados Unidos, cuyos recursos se duplicaron en la primera mitad de los años noventa hasta acercarse a los 12 billones de dólares, siendo los fondos de pensiones su principal entidad con más de 4 billones. En Japón, esos recursos institucionales superan los 4 billones y sus entidades más importantes son las compañías de seguros y los bancos de gestión de patrimonio. En Gran Bretaña (1,8 billones) y Alemania (1 billón), son también las compañías aseguradoras las que disponen de los mayores recursos, en tanto que en Francia (1 billón) y en Holanda (0,6 billones) figuran a la cabeza los fondos de pensiones.

La gran magnitud de los recursos financieros institucionales queda aun más patente cuando se comparan sus cifras con las del producto interior bruto de cada país. Según la OCDE (*Investisseurs institutionnels*, 1997), en los Estados Unidos, Gran Bretaña y Holanda esos recursos suponen un 150%-170% del PIB; en Suiza, Suecia y Luxemburgo también superan el valor del PIB (cuadro 4.6). En Australia, Canadá, Francia y Japón la relación entre ambas magnitudes se sitúa entre el 75% y el 90%, mientras que en otros países como Bélgica, Dinamarca y Finlandia está en el 50%-65%. Son pocos los países importantes en los que el valor de los recursos de esas instituciones equivale a la mitad de su producto interior bruto, como ocurre en Alemania, con menos del 45%, y en Italia, con el 20%, encontrándose ambos en fase de expansión.

En la última década, los mayores aumentos han correspondido a las sociedades colectivas de inversión en valores mobiliarios, en las que un gran número de personas y organismos concentran sus recursos con el propósito de obtener una rentabilidad para sus ahorros. No obstante, son los fondos de pensiones los que llevan a cabo una intervención financiera de mayor influencia en los mercados nacionales e internacionales.

Cuadro 4.6

Activos financieros de los inversores institucionales
(porcentaje del producto interior bruto de cada país)

	1990	1992	1994	1995
Estados Unidos	127,4	145,7	153,5	170,8
Canadá	58,6	66,9	80,9	87,9
Gran Bretaña	114,5	115,3	149,6	162,3
Alemania	36,5	33,8	44,2	46,1
Francia	52,9	58,3	72,5	75,3
Italia	13,3	12,5	19,6	20,6
Holanda	133,4	131,5	155,6	158,4
Suecia	85,7	75,7	105,4	114,8
Swiza	120,2	120,7	150,5	150,5
Japón	81,7	78,1	84,9	77,4
Australia	47,5	60,6	74,1	75,9

* No incluye a los fondos de inversión.

Fuente: OCDE (1997), *Investisseurs institutionnels*.

Dichos fondos son entidades surgidas para garantizar los ingresos futuros de la población jubilada y tienen mayor tradición en los países en los que la protección que brindan los poderes públicos es débil, de modo que los ciudadanos deben garantizar su futuro a través del ahorro privado, si bien una parte de los fondos de pensiones tienen carácter público y están a cargo de empresas estatales y de gobiernos regionales y locales. Otros factores que han favorecido el crecimiento de esos fondos han sido el paulatino envejecimiento de la población en casi todos los países desarrollados y las ventajas fiscales que otorgan los gobiernos para incentivar la colocación en ellos del ahorro familiar.

En países como Suiza, Gran Bretaña y Holanda, el valor de los recursos poseídos por los fondos de pensiones supone el 70%-80% de su producto interior bruto, mientras que en los Estados Unidos, Japón y Australia representa el 40%-50% del PIB. En EBUU y Gran Bretaña los fondos de pensiones multiplicaron por cuatro el valor de sus recursos durante los años ochenta y en ellos participa más de la mitad de la población activa. Algunos fondos norteamericanos poseen un tamaño gigantesco, como sucede con *California Public Employees Retirement System* (casi 80.000 millones de dólares en 1994), *California State Teachers Retirement System* con cerca de 50.000 millones, *New York City Pension Funds System* con 25.000 millones y *Colorado Public Employee Retirement System* con 13.000 millones de dólares.

Esa abundancia de recursos propios, ante la necesidad de eludir cualquier síntoma de desvalorización, es la que indujo a los fondos de pensiones a vincularse estrechamente con los mercados financieros para obtener una paulatina capitalización que garantizase el abono de los ingresos futuros de sus miembros.

pros. Sucedió así que, en un contexto normativo cada vez más laxo para el desarrollo de sus operaciones, esa enorme dotación de recursos situaba a los fondos de pensiones en una posición preponderante a la hora de participar en los mercados financieros.

En los países anglosajones la mayor parte de las inversiones de los fondos de pensiones está colocada en acciones de empresas privadas, siendo menor (pero significativa) su participación en la compra de obligaciones de empresas privadas y de organismos públicos, y en la adquisición de inmuebles y otros activos. En Gran Bretaña más de las tres cuartas partes de las inversiones de los fondos de pensiones están concentradas en la compra de acciones, mientras que en los Estados Unidos, Australia y Canadá ese mercado supone la mitad de las inversiones (cuadro 4.7). Por contra, en Japón y en las economías europeas el mercado de obligaciones resulta más atractivo para esos fondos, absorbiendo más del 90% de las inversiones en Suecia, cerca del 70% en Japón y Alemania y más del 50% en países como Holanda y Suiza.

Otro rasgo que diferencia el comportamiento de los fondos de pensiones según los países es su participación en los mercados financieros exteriores. La adquisición de títulos internacionales es muy importante en Gran Bretaña, Canadá, Holanda y Bélgica, ya que el 20%-30% de las inversiones que efectúan los

Cuadro 4.7
Capacidad financiera de los fondos de pensiones y distribución de sus activos

Total activos* % del PIB Activos por habitante (miles de dólares)	EEUU	Canadá	G. Bretaña	Alemania	Holanda	Bélgica	Suecia	Suiza	Japón	Australia
2.908	162	726	254	216	6	62	195	1.752	122	
49	29	77	15	68	3	25	83	42	43	
12	6	13	3	14	1	7	28	14	7	

Estructura de la cartera de activos (%)										
Acciones nacionales	47	37	54	10	9	14	5	8	22	37
Acciones internac.	10	16	23	1	20	17	0	5	4	13
Inmuebles	5	1	5	12	13	11	2	19	3	9
Liquidez	6	7	4	8	2	8	1	9	8	18
Oblig. nacionales	30	34	10	67	49	38	92	54	57	21
Oblig. internacionales	2	5	4	2	7	12	0	5	6	2

* Miles de millones de dólares en 1994.
Fuente: Phillips & Drew Management Ltd., recogido en N. Mekkaoui (1997).

Cuadro 4.8
Distribución de los activos financieros de los inversores institucionales (%)

	1990	1992	1994	1995
Estados Unidos				
Préstamos	16	13	12	12
Obligaciones	44	43	42	40
Acciones	23	28	31	36
Otros	16	16	15	13
Canadá				
Préstamos	16	15	12	11
Obligaciones	50	48	46	45
Acciones	20	21	23	24
Otros*	14	15	19	20
Gran Bretaña				
Préstamos	2	1	1	1
Obligaciones	14	14	15	16
Acciones	66	68	68	69
Otros	18	16	15	15
Alemania				
Préstamos	47	43	40	40
Obligaciones	39	42	42	43
Acciones	9	10	12	12
Otros	5	4	6	5
Francia				
Préstamos	4	8	5	6
Obligaciones	65	66	66	65
Acciones	22	18	22	22
Otros	9	8	7	7
Italia				
Préstamos	2	2	1	1
Obligaciones	69	71	65	67
Acciones	16	12	18	17
Otros	13	16	16	15
Holanda				
Préstamos	54	46	39	35
Obligaciones	17	23	25	27
Acciones	14	16	21	23
Otros	15	15	16	15
Suecia				
Préstamos	12	10	7	7
Obligaciones	57	62	58	57
Acciones	28	27	34	35
Otros	2	1	1	1

(.../...)

Cuadro 4.8. Continuación

	1990	1992	1994	1995
Suiza				
Préstamos	37	36	37	—
Obligaciones	40	39	38	44
Acciones	16	18	20	50
Otros	7	6	6	5
Japón				
Préstamos	27	28	26	25
Obligaciones	22	23	25	29
Acciones	23	19	19	18
Otros	28	30	29	29
Australia				
Préstamos	12	9	7	6
Obligaciones	38	39	36	34
Acciones	39	42	47	50
Otros	11	10	10	10

* Incluye títulos extranjeros.
Fuente: OCDE (1997), *Investisseurs institutionnels*, París.

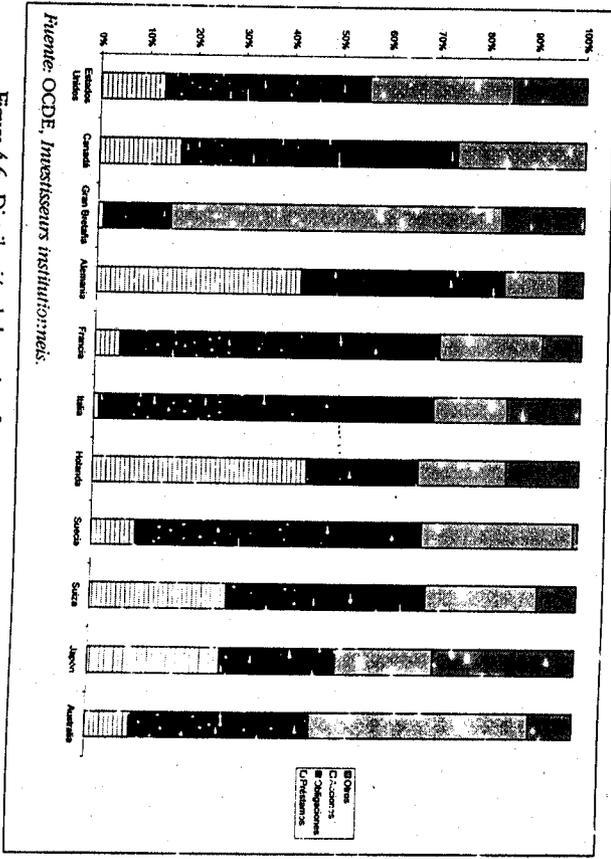


Figura 4.6. Distribución de los activos financieros de los inversores institucionales.
Fuente: OCDE, *Investisseurs institutionnels*.

fondos de pensiones se orientan hacia los mercados exteriores. Algo menor (10%-15%) es el porcentaje en Australia, Estados Unidos, Japón y Suiza, si bien las cifras absolutas de esas cuotas suponen volúmenes muy elevados de inversión en los mercados financieros internacionales. Dentro de esas operaciones exteriores, se evidencia un predominio de la compra de acciones internacionales, que representan más del 20% de las inversiones totales en Gran Bretaña y Holanda, y el 10%-15% en Canadá, Australia y Estados Unidos, mientras que apenas es relevante en Alemania, Japón, Suecia y otros países (Cuadro 4.8).

Desde el punto de vista del conjunto de los inversores institucionales —no sólo de los fondos de pensiones—, se pone de manifiesto la diversidad de comportamientos en la distribución de los activos que presentan esas entidades, aunque en el informe de la OCDE (*Investisseurs institutionnels*, 1997), no aparecen los datos referidos a la participación en los mercados internacionales. Según la figura 4.6, que sintetiza la información del cuadro 4.8, los inversores institucionales decantan claramente sus preferencias según la siguiente distribución: a) la adquisición de acciones en Gran Bretaña y Australia, b) la compra de obligaciones en Francia, Italia, Suecia y Canadá, c) la concesión de préstamos en Holanda; mientras que resultan más diversificadas las carteras de los inversores en los Estados Unidos (entre obligaciones y acciones), Alemania (préstamos y obligaciones) y Japón (todos los tipos de activos).

4.4. Ausencia de mecanismos institucionales para la cooperación internacional

La eliminación de restricciones nacionales a los movimientos de entrada y salida de capitales contribuyó decisivamente al desarrollo de las inversiones (directas y en cartera) y de los mercados financieros internacionales, configurándose un escenario económico carente de regulaciones. Esta era la apuesta que interesaba a los grandes poderes empresariales y que contó con la aquiescencia paulatina de los gobiernos occidentales, bien por su adscripción ideológica a los postulados más ortodoxos, bien por una actitud pragmática basada en el convencimiento de que en caso de no acceder a esa liberalización se crearía un agravio que resultaría desventajoso para los intereses de sus economías nacionales.

El resultado de esa globalización financiera y productiva ha sido la ausencia de mecanismos institucionales que garanticen la colaboración económica internacional. Únicamente el *mercado*, con su lógica y su dinámica basadas en el establecimiento de relaciones económicas llevadas a cabo con la exclusiva finalidad de conseguir un beneficio privado, ha quedado como nexo económico de un escenario cada vez más interdependiente.

a) A mediados de los años setenta, con la reunión de Rambouillet organizada en 1975 por el presidente francés Giscard d'Estaing, se inició la

celebración de cumbres políticas que contaban con la participación de los dirigentes de los principales países desarrollados. Comenzó siendo el G-5 (Estados Unidos, Japón, Alemania, Francia y Gran Bretaña) y después se amplió al G-7 (Canadá e Italia), reuniéndose periódicamente para reparar una "agenda de colaboración", pero excluyendo la posibilidad de institucionalizar cualquier organismo encargado de salvaguardar los acuerdos adoptados. De hecho, las cumbres se convirtieron en reuniones puntuales en las que raramente se tomaban acuerdos concretos y en las que predominaban las facetas diplomáticas y políticas sobre cualquier género de resoluciones concretas.

Así ha venido ocurriendo a lo largo de los contactos periódicos del G-7, incluyendo la famosa reunión celebrada en el Hotel Plaza de Nueva York, en septiembre de 1985, en la cual los siete líderes "acordaron" el descenso de los tipos de interés y la contención de un dólar excesivamente sobrevalorado desde los primeros años de la década. Dicho consenso fue calificado de histórico y con frecuencia se ha presentado como la muestra de que los países europeos podían presionar con éxito al gobierno de los Estados Unidos, limitando los efectos no deseados de la política monetaria norteamericana. Sin embargo, la inflexión de la política monetaria y cambiaria de los Estados Unidos había comenzado ya en los primeros meses de aquel año, con el consentimiento del gobierno estadounidense, ya que estaba convencido de la necesidad de poner fin al persistente crecimiento de sus grandes "déficit gemelos", esto es, los enormes desequilibrios creados en el presupuesto federal y en la balanza comercial.

La necesidad convertida en virtud y no la presión del exterior fue el factor que conminó a la Administración Reagan a modificar su política monetaria y cambiaria. Así pues, se acabó el proceso alcista de la cotización del dólar porque resultaba insostenible para su balanza comercial, en tanto que los tipos de interés se suavizaron porque incidían en aquel endurecimiento cambiario y, además, encarrecían los pagos de la colosal deuda acumulada por el gobierno federal. En caso contrario, como ha sucedido en tantas otras ocasiones, la defensa de los intereses propios de su economía hubiera prevalecido en la postura de los dirigentes americanos sobre cualquier alegato presentado por otros países.

b) Dejando al margen la escasa colaboración internacional alcanzada en esas cumbres, que por otra parte sólo reunían a los siete principales países, la otra instancia que ha cobrado entidad durante estas últimas décadas ha sido el Fondo Monetario Internacional. Como se expuso en el primer capítulo, el FMI se quedó prácticamente sin funciones cuando desapareció el orden monetario de Bretton Woods, experimentando posteriormente una reformulación de sus nuevas funciones tras el estallido de la crisis de la deuda externa en 1982.

Desde entonces el FMI se encarga de conceder paquetes de ayuda financiera y de otorgar el aval a las políticas económicas de los gobiernos que pretenden renegociar su deuda externa. Ambas funciones han convertido a esa institución en abacea de la ortodoxia monetaria y de la disciplina financiera, propugnando siempre el mismo programa de actuación para lograr la estabilidad monetaria de cualquier economía: endurecimiento de la política monetaria, liberalización de los mercados nacionales y apertura al exterior para desarrollar los intercambios comerciales; las inversiones y los mercados financieros. Esa política económica auspiciada por el FMI se aplicó de manera generalizada durante los años ochenta en un gran número de las economías latinoamericanas y en algunas asiáticas, y en los años noventa se ha extendido a las economías europeas del antiguo bloque soviético y a otras economías de la Cuenca del Pacífico.

No obstante, por significativa y relevante que sea su nueva función, prestando un servicio notable al proceso de internacionalización financiera, resulta evidente que el Fondo Monetario Internacional tampoco es una instancia capaz de crear espacios para estrechar la colaboración económica institucional a escala mundial. Entre otras razones porque sus presupuestos ideológicos excluyen la necesidad de establecer otra colaboración que no sea la que dicta la dinámica del mercado.

c) Por ese mismo motivo tampoco se pueden crear mayores márgenes de cooperación institucional en un tercer ámbito constituido por los contactos entre los bancos centrales de los principales países. De manera puntual, las autoridades monetarias de Estados Unidos, Japón y algunos países europeos han logrado sintonizar sus actuaciones para evitar el derrumbe de alguna moneda o, en sentido contrario, para frenar el proceso apreciativo de otras, como sucedió en el otoño de 1995 con el yen.

En modo alguno esa coordinación de "última instancia" para corregir la tendencia de las tasas de cambio se puede identificar con lo que podría ser una auténtica cooperación económica. Menos aún a través de los bancos centrales cuando la idea predominante desde los años ochenta es que la responsabilidad de dirigir la política monetaria que ostentan esas instituciones debe ser autónoma de los gobiernos, quedando al margen de la intervención política de los dirigentes nacionales. Ese es el criterio que prevalece en la Reserva Federal de los Estados Unidos y en la Unión Europea, de modo que la estrecha coordinación de las autoridades monetarias en torno a cuestiones cambiarias difícilmente puede servir para edificar una auténtica cooperación internacional.

Se ha producido así el triunfo de las ideas y de los intereses de quienes defienden que las relaciones económicas deben desarrollarse en un espacio transnacional, sin normativas nacionales y sin interferencias gubernamentales o de cualquier otro tipo de instituciones que pretendan regular los movimientos de mercancías y capitales.

Concentración del capital financiero

En los mercados financieros internacionales existe una diversidad de países / monedas / instrumentos / agentes... que intervienen — pero, de hecho, existe un alto grado de concentración

1. *Concentración geo-económica de los mercados financieros*
 - Divisas: 85% del mercado en las ocho plazas principales
 - Derivados: casi todas las operaciones se realizan en diez países
 - Préstamos: 85-90% en países desarrollados
 - Obligaciones: 85-90% en países desarrollados
 - Líneas tituladas: 95% en países desarrollados
2. *Concentración de las divisas de referencia*
 - a) Dólar de EEUU es la referencia monetaria fundamental
 - activo de reserva de los bancos centrales
 - activo de los mercados financieros: divisas, préstamos y obligaciones
 - medio de pago en el comercio internacional
 - unidad de cuenta en comercio, cotización materias primas, denominación deuda externa y anclaje de otras monedas
 - b) Posición secundaria de otras monedas
 - Yen y marco: importancia relativa de segundo orden
 - libra esterlina: cierta presencia en algunos mercados
3. *Concentración de los principales agentes financieros*
 - a) Bancos Centrales y Gobiernos: autolimitan su capacidad en favor del mercado
 - b) Entidades financieras no bancarias: múltiples tipos
 - Bancos Internacionales
 - han sufrido el proceso de desintermediación y una intensa competencia
 - reorientación hacia actividades gestoras y comisionistas
 - gran actividad inversora
 - c) Firms Transnacionales:
 - fuerte concentración empresarial y rápida internacionalización
 - protagonizan las grandes inversiones directas y el comercio internacional
 - entrelazamiento de la gestión financiera entre casas-matrices y filiales
 - gran oportunidad de captar/invertir recursos financieros en condiciones ventajosas
 - e) Inversores institucionales
 - Fondos de Pension / Cias. Seguro / Cias. colectivas Inversión
 - gran dotación de capital
 - gran tamaño de las operaciones
 - diversificación de carteras
 - fuerte participación en mercados: divisas / obligaciones / acciones / derivados

Bibliografía seleccionada*El dólar en los mercados financieros*

- Bénassy, A. y Deusy-Fournier, P. (1994): "La concurrence pour le statut de monnaie internationale depuis 1973". *Economie Internationale*, nº 59. París.
- Bénassy-Quéré, A. et al. (1997): "L'euro et le dollar". *La Lettre du CEPII*, nº 156. abril. París.
- Blinder, A. (1996): "The Role of the Dollar as an International Currency". *Eastern Economic Journal*, nº 22.
- Greenway, D. y Whalley, J. (1997): "International Use of the US Dollar". *The World Economy*, vol. 20, nº 6, septiembre.
- Tavlas, G. (1997): "The International Use of the US Dollar: an optimum Currency Area Perspective". *The World Economy*, vol. 20, nº 6, septiembre.

El papel de las otras monedas y el potencial del futuro euro

- Aglietta, M. y Ghymsers, C. (1993): *L'intégration monétaire en Europe*. Recherches Économiques de Louvain. Louvain.
- Aglietta, M. y Thygesen, N. (1995): *International Currency Competition and the Future Role of the Single European Currency*. ECU Institute/Kluwer Law International. Londres.
- Bénassy-Quéré, A. (1996): "Potentialities and Opportunities of the Euro as an International Currency". European Commission Directorate for Economic and Financial Affairs. Economic Paper, nº 115, julio.
- Bénassy-Quéré, A. et al. (1997): "L'euro et le dollar". *La Lettre du CEPII*, nº 156. abril. París.
- Coester, S. von (1998): "L'euro sera-t-il une monnaie internationale?". *Problèmes économiques*, nº 2.565-2.566, abril. París.
- Tavlas, G. (1997): "The International Use of the US Dollar: an optimum Currency Area Perspective". *The World Economy*, vol. 20, nº 6, septiembre.

La posición financiera de los bancos y las crisis bancarias

- Aglietta, M. (1997): "La crise bancaire en France et dans le monde". *La Lettre du CEPII*, nº 155, marzo. París.
- Bueno, E. (1995): "Los cambios en el entorno competitivo de la banca: estrategias para los noventa". VV.AA., *La banca del futuro*. Central Hispano. Madrid.
- Harrington, R. (1988): "Innovación financiera y banca internacional". *Papeles de Economía Española*. Suplemento del Sector Financiero, nº 21. Madrid.
- Lambert, T. et al. (1997): "L'épidémie de crises bancaires dans les pays de l'OCDE, 1991-95". *Revue de l'OCDE*, abril. París.
- Marion, F. (1996): "Quelle sortie pour les banques?". *Problèmes Économiques*, nº 2.484, septembre. París.

Mykdaschi, Z. (1987): *Nouvelles politiques bancaires et système financier international*. Economica. París.

La posición financiera de las firmas transnacionales

- Bourginat, H. (1992): *Finance internationale*. Presses Universitaires Françaises. París.
 Chesnais, F. (1994): *La mondialisation du capital*. Syros. París.
 Etienne, D. y Stonehill A. (1992): *Las finanzas de las Empresas Multinacionales*. Addison-Wesley. Delaware.
 Joffe, P. (1994): *Comprendre la mondialisation de l'entreprise*. Economica. París.
 Robocks, S. y Simmonds, K. (1987): *International Business and Multinational Enterprises*. Irwin. Illinois.
 Zeroff, D. (ed.) (1987): *Corporate Finance in Multinational Companies*. Euromoney Publishers. Londres.

Los fondos de pensiones y otros inversores institucionales

- Davis, E. (1995): *Pensions Funds, Retirement-Income Security and Capital Markets: An International Perspective*. Oxford University Press. Oxford.
 Mekkaoui, N. (1997): "Comportements financiers des fonds de pension dans les pays de l'OCDE". *Économie Internationale*, nº 70, 2º trimestre. París.
 OCDE (1997a): *Financial Market Trends*, nº 67, junio. París.
 OCDE (1997b): *Financial Market Trends*, nº 68, noviembre. París.

Condiciones de la cooperación internacional

- Aglietta, M. (1995): *Cinquante ans après Bretton Woods*. CEPPI. Economica. París.
 Baldassarri, M. et al., (1992): *International Economic Interdependence, Patterns of Trade Balances and Economic Policy Coordination*. St. Martin's Press. Nueva York.
 Branson, W. et al., (1990): *International Policy Coordination and Exchange Rate Fluctuations*. University Chicago Press. Chicago.
 James, H. (1996): *International Monetary Cooperation since Bretton Woods*. IMF & Oxford U.P. Nueva York.
 McKinnon, R. (1993): "International Money in Historical Perspective". *Journal of Economic Literature*, nº 31.
 Ontiveros, E. (1997): *Sin orden ni concierto. Medio siglo de relaciones monetarias internacionales*. Escuela de Finanzas aplicadas. Madrid.

5 NUEVOS ESPACIOS DE EXPANSIÓN PARA LOS MERCADOS FINANCIEROS

En los capítulos anteriores han ido apareciendo algunos detalles que muestran cómo se ha ido produciendo una paulatina integración en los mercados financieros internacionales de un grupo de países no desarrollados pertenecientes a América Latina, la Cuenca Asiática del Pacífico y Europa del Este. La tónica común de todos ellos ha consistido, primeramente, en un despliegue interno de los sectores financieros nacionales, apoyado desde el exterior por ciertas vías de financiación oficial, estableciéndose a continuación —en un segundo momento— una creciente conexión de esos sectores financieros con los mercados privados de carácter internacional.

5.1. Zonas emergentes

Ese proceso en dos fases ha quedado sugerido en el segundo capítulo. Los recursos aportados por los gobiernos occidentales y por los organismos oficiales internacionales prevalecieron en el conjunto de los países no desarrollados hasta los primeros años noventa y después fueron sustituidos por un aluvión de flujos de inversión y de préstamos de carácter privado. Ese proceso se observaba tanto en América Latina como en los "países en transición" de Europa del Este y de Asia oriental, denominando con ese término a los países que a finales de los ochenta comenzaron el proceso de democratización política y de transformación estructural de sus economías, tendente éste a la expansión interna de las relaciones de mercado y a la creciente apertura a los mercados internacionales. Como se observa en el cuadro 5.1, los flujos financieros netos llegados a ese grupo de países se incrementaron considerablemente entre 1991 y 1996 debido al aumento de los capitales privados en forma de inversión y de préstamos.