

00881

224

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO
Facultad de Economía
División de Estudios de Posgrado

DESREGULACION FINANCIERA INTERNACIONAL

MTRA. EUGENIA CORREA VAZQUEZ

TESIS PARA OBTAR POR EL GRADO DE DOCTOR EN ECONOMIA

DIRECTOR

MTRO. SERGIO DE LA PEÑA

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

1996

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**



UNAM – Dirección General de Bibliotecas Tesis Digitales Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS © PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis está protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

TESIS

COMPLETA

Doctorate Thesis
Ma. Eugenia Correa Vázquez

Abstract
International Financial Deregulation

The consecutive financial crises in the Latin American countries and in the Mexican economy in the last few years, established the necessity to analyze the process of financial deregulation, its characteristics, its impact in the financial markets and over the financial intermediaries organization.

This thesis analyzes the financial deregulation like a phenomena that's development since Bretton Wood's crisis and that's conduce to a more competition between financial intermediaries for new markets. The financial deregulation stopped the deflation trends in the world economies, but at the same time provoke an unequal distribution of that deflation trends againsts the third world countries, specially the Latin American countries.

The general objective of this thesis is established the financial deregulation in the crisis process, that have changed the distribution of the surplus to the financial profits againsts the productive profits. The thesis concluded that the financial deregulation and the opening policies conducted the developing countries to a debt-deflation process. The financial markets should be regulated newly, specially it should needed a interest rate ceiling, that's a condition of the world economy growth in the becoming years.

Tesis de Doctorado
Ma. Eugenia Correa Vázquez

Síntesis
Desregulación Financiera Internacional

Las consecutivas crisis financiera en los países de América Latina y en la economía mexicana en los últimos años, establecen la necesidad de analizar el proceso de la desregulación financiera, sus características, su impacto en los mercados financieros y sobre la organización de los intermediarios financieros.

Esta tesis analiza la desregulación financiera como un fenómeno que se desarrolla desde la crisis de Bretton Woods y que ha conducido a una mayor competencia entre los intermediarios financieros por nuevos mercados. La desregulación financiera en los años ochenta ha frenado las tendencias deflacionarias en las economías del mundo, pero al mismo tiempo ha provocado una distribución desigual de dicha deflación contra los países del tercer mundo, especialmente contra los países de América Latina.

El objetivo general de esta tesis es establecer la desregulación financiera como parte del proceso de la crisis, que ha cambiado la distribución del excedente hacia la renta financiera en contra de la ganancia productiva. Esta tesis concluye que la desregulación financiera ha conducido a los países del tercer mundo a un proceso de deflación. Los mercados financieros deben ser regulados nuevamente, en especial necesitan imponer techos sobre las tasas de interés, lo que es una condición para el crecimiento de la economía mundial en los años futuros.

DESREGULACION FINANCIERA INTERNACIONAL

INDICE

INTRODUCCION

CAPITULO I

11

LA INTERNACIONALIZACION FINANCIERA DURANTE LA CRISIS.

1.1 Acerca de la Crisis. Elementos para una Lectura de la Economía Internacional Contemporánea.

1.2 La Internacionalización Financiera. Características y etapas de la expansión de los mercados financieros internacionales.

1.3 La Destrucción de las "normas" de Reproducción en el Plano de la Intermediación Financiera.

CAPITULO II

41

LAS PRINCIPALES TENDENCIAS EN LAS MAYORES ECONOMIAS.

2.1 Crecimiento e Inversión.

2.2 Comercio y Precios de las Materias Primas y Petróleo.

2.3 Empleo.

2.4 Inflación.

2.5 Tipo de Cambio y Tasas de Interés.

2.6 Inversión Extranjera y Empresas Transnacionales.

CAPITULO III

73

LAS CRISIS FINANCIERAS INTERNACIONALES

3.1 La Banca Central y Moneda: su papel en la coherencia de un espacio económico.

3.2 Las Crisis Financieras.

3.3 La Ruptura del Acuerdo de Bretton Woods 1967-1971.

3.4 La Crisis de Deuda.

3.5 El Crac Bursatil de 1987.

3.6 La Crisis del Dólar y de los Mercados Emergentes de 1994-1995.

CAPITULO IV

151

LA DESREGULACION FINANCIERA: UNA NUEVA COMPETENCIA

4.1 Desregulación y globalización financiera. Sus principales conceptos.

4.2 Desregulación financiera: Una Visión Alternativa.

4.3 Una Nueva Gestión de Activos y Pasivos.

CAPITULO V

183

LA DESREGULACION FINANCIERA: FRAGILIDAD Y DEFLACION.

5.1 La Innovación Financiera, Competencia y la Universalización de los Intermediarios.

5.2 Expansión del Mercado de Derivados.

5.3 Una Evaluación del Alcance Regulator de las Normas de Capital del Acuerdo de Basilea de julio de 1988.

5.4 Las Propuestas en Norteamérica y Las Tendencias de Cambio en las Estructuras Financieras.

5.5 Algunas Conclusiones.

BIBLIOGRAFIA

223

Apéndice A

Cuadros Estadísticos.

Apéndice B

Gráficas.

DESREGULACION FINANCIERA INTERNACIONAL

INTRODUCCION

"En cierta ocasión en que el padre Nicanor llevó al castaño un tablero y una caja de fichas para invitarlo a jugar a las damas, José Arcadio Buendía no acepto, según dijo, porque nunca pudo entender el sentido de una contienda entre dos adversarios que estaban de acuerdo en los principios."

Cien Años de Soledad
Gabriel García Márquez

Este trabajo de investigación surge de la necesidad de establecer una mejor comprensión de los procesos de desregulación financiera, sus principales características, su significación en el comportamiento de los diferentes intermediarios y el impacto en los mercados financieros. Se analiza como un fenómeno que se desarrolla desde finales de la década de los sesenta que ha conducido a profundizar la competencia. Durante estos años los mercados financieros política e institucionalmente han cambiado a tal punto que como dijo un banquero, si el más experimentado especialista se quedara dormido unos años despertaría sin reconocerles.

El objetivo general de este trabajo es ubicar la desregulación financiera como parte de los fenómenos que acompañan las principales tendencias de la economía internacional contemporánea. Se busca avanzar en la crítica a aquellas concepciones que la colocan como uno de los procesos que constatan la tendencia a la globalización económica.

Se sostiene que la desregulación financiera es parte del proceso de ruptura de la coherencia de los espacios económicos sobre los cuales se desenvolvía de manera estable la acumulación de capital. Así, se concibe dicho proceso como parte de los cambios en los términos de la competencia

por los mercados. Por tanto, es susceptible esperar que la economía internacional pudiera avanzar hacia la construcción de nuevos espacios económicos, pero solamente en el contexto de una nueva regulación financiera que restablezca las relaciones de intercambio entre los distintos espacios económicos, relaciones que fueron quebradas por la competencia abierta e irrestricta durante los últimos años.

A lo largo de las siguientes páginas se efectúa un análisis de algunas de las principales tendencias en los mercados financieros durante el periodo que contempla desde finales de los años sesenta hasta la nueva crisis financiera de México de 1994. A lo largo de estos años el mundo ha estado atravesando por una crisis de larga duración que se caracteriza por una competencia que se diferencia de los años previos porque no está más "regulada" por la formación de la tasa media de ganancia y en donde las tendencias y contratendencias a la caída de ésta no actúan del todo.

Así, se busca realizar una lectura de los cambios en los mercados financieros en el contexto de la crisis. Sin embargo, a todo lo largo de este periodo de crisis pueden distinguirse dos etapas: en la primera, que transcurre desde fines de los años sesenta hasta la crisis de deuda, la desregulación abrió y amplió espacios a la competencia entre los intermediarios financieros y sus monedas y profundizó la internacionalización. La inflación y modificación en los precios relativos, aceleró la centralización de capitales y permitió un rápido crecimiento de los activos financieros. En la segunda etapa que transcurre durante las décadas de los años ochenta y noventa, la desregulación, enfatiza: la cobertura contra el riesgo de pérdida del valor de los activos financieros o quiebra de intermediarios que se percibe de manera directa e inminente; la multiplicación de garantías, y la propia innovación financiera; cuando se busca el respaldo gubernamental, o bien el traspaso de pérdidas a los presupuestos

públicos, a través de la modificación de las normas contables y fiscales, o a través de rescates.

Además, en esta segunda etapa, en particular en los años noventa, encontramos la percepción, entre las autoridades financieras de las mayores economías, de la necesidad de volver a normar, aunque por lo pronto, muy limitada a la cooperación en el grupo de los 7 países y a sus aspectos prudenciales y de supervisión, a pesar de las conmociones financieras acaecidas recientemente, BCCI, Baring y México.

En la desregulación financiera de la segunda etapa, han estado presentes elementos que, por momentos, frenan las tendencias deflacionarias y las distribuyen de manera desigual entre regiones o países. Se argumenta que en el terreno propiamente financiero dichas tendencias han venido siendo contenidas a través de: el establecimiento de un rendimiento "piso" por parte de los valores gubernamentales y del crecimiento de la deuda pública de los estados nacionales, en particular de los países desarrollados; la diversificación de portafolios a través de la movilización de activos no financieros de los países subdesarrollados; el apalancamiento de los procesos de fusión y compras entre los consorcios; la multiplicación de instrumentos de cobertura de riesgo de tasa de interés y de tipo de cambio; y, el proceso de privatizaciones. Lo que a su vez ha generado sucesivas crisis financieras, al tiempo en que persiste el riesgo de una crisis financiera generalizada.

La amplia movilización de recursos líquidos que los mercados manejan a través de las operaciones internacionales ha acrecentado la disposición de activos no financieros que encuentran en esta intermediación una movilización financiera propiamente tal. Con ello queda señalada otra de las hipótesis de este trabajo, relativa al crecimiento de los activos financieros sobre la base de

la incorporación acelerada de activos que no tenían una movilización financiera propiamente tal.

Se plantea en el trabajo que no existe una tendencia a la desregulación total de los mercados financieros, sino un proceso en donde la normatividad continúa jugando un papel muy importante y la intervención del Estado en realidad se ha modificado, pero no tiende a desaparecer, en particular en su papel para contener y administrar las crisis financieras.

La regulación o normatización vigilada que tienen los Estados sobre los sistemas financieros hace parte de lo que llamaríamos política financiera. En este sentido, otro fenómeno vinculado a la desregulación es la modificación y baja relativa en la efectividad de algunos instrumentos de política financiera que en otros momentos fueron útiles. Esto es, una menor posibilidad de gestión financiera por parte de las autoridades gubernamentales en la materia, acompañada de un cambio en la percepción de los objetivos de la política económica y con ella de la política financiera.

En el primer capítulo se hace explícito el marco conceptual y analítico sobre la crisis actual, señalando las dos etapas por las que atraviesa y sus rasgos distintivos. Considerando la periodización que dicha lectura ofrece, se analiza el proceso de la internacionalización financiera, sus principales características y las etapas de expansión y contracción de los mercados financieros internacionales. Termina el capítulo presentando una lectura de la ruptura de las "normas" de reproducción en el plano de la intermediación financiera. Se sostiene que la desvinculación entre el crédito y la ganancia ofrece los elementos para ilustrar esta separación relativa entre la llamada "esfera productiva" y la "esfera financiera", con la consecuente expansión de los activos financieros sin el referente esencial de la ganancia. Lo que coloca al mundo

financiero actual frente a la perspectiva de sucesivas crisis financieras que a su vez se espera impondrán una nueva regulación financiera para los mercados.

En el segundo capítulo se busca elaborar una lectura estadística de las dos etapas de la crisis a partir del análisis de los principales indicadores de las mayores economías industrializadas: crecimiento e inversión; comercio y precios de las materias primas y petróleo; empleo; inflación; tipo de cambio y tasas de interés; expansión de la inversión extranjera directa y de las corporaciones transnacionales. Todo ello con el objetivo de documentar las dos etapas de la crisis y las modificaciones que ésta ha conllevado en las relaciones económicas entre las mayores economías.

En el tercer capítulo, se analiza el papel de la banca central y de la moneda en la existencia de un espacio económico y los principales conceptos de crisis financiera. Posteriormente se analizan las crisis financieras internacionales que se han sucedido en el marco de la crisis contemporánea. Esto es, la ruptura del Acuerdo de Bretton Woods 1967-1971, la crisis de deuda de 1982, el Crac Bursátil de 1987, y la crisis del dólar y de los Mercados Emergentes de 1994-1995. Todo ello con el objetivo de enfatizar el papel de estas sucesivas crisis financieras en la ruptura de la coherencia de los espacios económicos, como uno de los fenómenos característicos de la crisis actual. Y también como expresión de los avances de la desregulación financiera internacional y de sus consecuencias sobre la economía internacional contemporánea.

El capítulo cuarto se inicia con una revisión de los principales conceptos de globalización financiera. A continuación se elabora una visión alternativa sobre la desregulación financiera, visión que se desarrollará plenamente en los sucesivos apartados de éste y del siguiente capítulo. Concluye el capítulo IV

con una lectura de la nueva gestión de activos y pasivos de la banca, en donde se sostiene que ésta hace parte de la primera etapa de la crisis.

Se dedica el capítulo V a hacer una lectura de la innovación financiera, buscando explicar los nuevos términos de la competencia financiera y el fenómeno de la universalización en los servicios financieros, en particular destacando los cambios en los mercados financieros. Se destina un apartado especial para el análisis de la expansión del mercado de productos derivados y su papel en la contención de las tendencias deflacionarias en las mayores economías, al tiempo en que éstas se agravan en otros ámbitos económicos.

Se estudian las Normas de Capital del Acuerdo de Basilea de julio de 1988 y algunas de sus principales consecuencias en los cambios en los mercados financieros en los años noventa. Se incluyen también los alcances del debate regulador actual en "prudencial y de supervisión", quedando a la vista, tanto el hecho de que no existe en los mercados financieros una desregulación total, como las insuficiencias del tratamiento hasta ahora efectuado por las autoridades financieras de las mayores economías.

Finaliza el trabajo haciendo un análisis en el V capítulo sobre las principales propuestas en los Estados Unidos para la reforma de su sistema financiero, las reformas en curso y algunos de los cambios previsibles en los próximos años, de continuar la estrategia actual y la enorme fragilidad del aparato financiero de ese país.

El trabajo encuentra entre sus principales conclusiones, que conforme ha venido avanzando la crisis y la desregulación e innovación financiera una parte menor de operaciones bancarias están dependiendo de la ganancia de las empresas y una mayor parte de la incorporación de activos no financieros a financieros y de la especulación con centralización. Los cambios en los mercados y la propia desregulación financiera internacional están convirtiendo

en activos financieros una significativa masa de activos que no tenían una movilización financiera propiamente tal y, en ese sentido, están también actuando para frenar la deflación, efectuándose una rápida centralización de capitales por esta vía.

Ello se agrega al hecho de que cuando el crecimiento de los activos bancarios, del crédito en particular, se desvincula de la ganancia de las empresas, los límites a la renta financiera van imponiéndose como deflación parcial o general de activos con o sin circulación financiera, produciéndose sucesivas crisis financieras. Las bases del crecimiento del crédito reproducen esta "separación" entre la "esfera financiera" y la "esfera productiva", impidiendo que el crédito por si mismo rompa las tendencias deflacionarias. El crédito como capital adelantado para saldarse con la ganancia generada encuentra límites junto con el descenso de la tasa de ganancia y los obstáculos a la formación de la ganancia media.

Encontramos que, con la titulación de activos que los propios bancos impulsaron, tienden a desaparecer las fronteras entre banca comercial y banca de emisión. Estos fenómenos, que se han llamado bursatilización del crédito y banca "universal", fueron provocados por la adaptación de la administración de los balances, de los activos y pasivos, a las nuevas condiciones de un mercado con alto nivel de endeudamiento y bajo nivel de inversión y crecimiento.

Así, la desregulación e innovación financieras han permitido a los intermediarios y a los mercados adaptarse a la dinámica de la crisis. Por ello, contrario a lo que se piensa, el papel que ha venido jugando la expansión del mercado de productos derivados ha sido profundizar la fragilidad de las estructuras financieras y la desvinculación de la relación crédito-ganancia.

Las sucesivas crisis bancarias en los ochenta, el *credit-crunch* de los Estados Unidos al final de esos años, dado excesivo apalancamiento de las corporaciones y, la adaptación de los bancos a las normas del Comité de Basilea sobre capitalización, son los hechos que incentivaron el explosivo crecimiento del mercado de derivados. La expansión de dicho mercado ha modificado los sistemas de pagos y ello ha posibilitado atemperar las tendencias deflacionarias en la economía, en particular en los mercados financieros, pero también han sido parte importante del proceso de fragilización de los mercados financieros y la creación de condiciones propicias para que se desencadene una crisis financiera sobre la cual existirá muy poca capacidad de control por parte de las autoridades financieras.

La incorporación tecnológica en el sector ha impulsado modificaciones en la organización de los intermediarios y también abrió un espacio a la innovación financiera. Pero las nuevas técnicas en comunicación e informática en el sector financiero no han condicionado un nuevo patrón de financiamiento de la acumulación. Han ayudado a las empresas financieras a adaptarse a otras condiciones económicas y financieras pero no implican un nuevo esquema de financiamiento.

El papel de las nuevas técnicas ha sido reducir la presión sobre la cotización de los activos, frenando con su acelerado intercambio una desvalorización profunda y rápida. Por lo tanto, hasta ahora, han reducido la presión de la deflación, pero distribuye de manera desigual sus efectos. El desarrollo técnico en el sector ha estado subordinado a las necesidades de rentabilización de las carteras en condiciones de presiones deflacionarias.

Durante la presente crisis, los términos de intercambio entre las economías se rompieron con la quiebra del patrón oro-dólar. Mientras la relación entre éstas no se estabilice, la banca tiende a actuar como Minsky llama "banca

colonial" una banca que financia bienes en tránsito, pero que no está financiando la acumulación.

Los cambios antes reseñados en los mercados financieros domésticos e internacionales, la administración activa del balance, el desarrollo del mercado interbancario y la titulación del crédito, han transformado las vías de transmisión de la política monetaria y su efectividad. Cuestionando las posibilidades de actuación del Prestamista de Última Instancia y, en particular, replanteando el problema del Prestamista de Última Instancia Internacional.

Deseo agradecer el apoyo brindado por el director de esta tesis Mtro. Sergio De la Peña de quien siempre recibí, además de valiosas ideas y comentarios, el impulso, la confianza y la fortaleza para continuar. También deseo agradecer las sugerentes recomendaciones, las ideas y el apoyo brindado por Arturo Guillén, Alicia Girón, Antonio Gutiérrez, Gregorio Vidal, Guadalupe Mantey, Julio Goicoechea, Faysal Yachir y Federico Manchón.

CAPITULO I

LA INTERNACIONALIZACION FINANCIERA DURANTE LA CRISIS.

INTRODUCCION

Las ideas relativas a la trayectoria de la crisis actual son fundamentales para el análisis de la desregulación financiera internacional, sus características y su alcance. La lectura que se pretende realizar en este trabajo busca insistir en que la crisis plantea una ruptura de la coherencia económica interna de los espacios económicos, de la autonomía en el ritmo de acumulación en cada uno de ellos, en la distribución del excedente, en la capacidad de manejar sus relaciones económicas internacionales.

La crisis que se inicia desde finales de los años sesenta y que aún no concluye, es un período de plena reconstitución de los espacios económicos sobre los cuales se desenvolvía un proceso estable de acumulación. Esta crisis, como otras de su tipo, es un periodo de enfrentamiento entre grupos y fracciones, grandes consorcios y transnacionales por un nuevo reparto económico de los mercados.

En este capítulo y el siguiente se incluyen algunos elementos para establecer las dos etapas de la crisis, la primera que abarca desde finales de los años sesenta y hasta principios de los ochenta, caracterizada por fuertes tendencias inflacionarias y la segunda iniciada en los años ochenta donde van predominando fuerzas deflacionarias que comprimen la inversión y el empleo, sucediéndose una recurrente devaluación de activos. Se incorporan a dicho análisis, las etapas de la expansión y contracción de los mercados financieros internacionales y las cifras que apuntan sus principales características.

Se discute a todo lo largo de la exposición acerca de la presencia de los componentes deflacionarios en el momento actual de la crisis y su acción en el plano financiero, ya que ello permitirá ofrecer una lectura de los cambios en las relaciones financieras internacionales en los últimos años y de la trayectoria misma de la desregulación financiera.

1.1 ACERCA DE LA CRISIS. ELEMENTOS PARA UNA LECTURA DE LA ECONOMÍA INTERNACIONAL CONTEMPORÁNEA.

Desde los años ochenta se constata entre las mayores economías una fuerte tendencia al lento crecimiento e incluso estancamiento de la inversión y del producto, acompañada de una tasa de desempleo persistentemente alta, como se plantea en el capítulo II. Entre las distintas explicaciones sobre este fenómeno, se encuentran de manera abundante aquellas que señalan que su origen está en las políticas deliberadamente contraccionistas seguidas por los Estados nacionales. Otros análisis consideran que estas políticas están justificadas y son esencialmente correctas en la medida en que han permitido disminuir la inflación y deben proseguir en tanto ésta no sea erradicada. En otras aproximaciones, ciertamente dichas políticas son el origen de los señalados problemas de lento crecimiento, de manera que, se considera, no deben exagerarse e incluso podría tolerarse cierto nivel de inflación para poder crecer.

La persistencia de algunos problemas que frenan el crecimiento económico, en otros análisis, proceden de la necesidad de profundizar aún más las reformas estructurales en los países para alcanzar una economía

mundial, con un mercado mundial plenamente desregulado y con participación estatal muy acotada.¹

Otros análisis, como el de UNCTAD², señalan la existencia de fuertes tendencias deflacionarias, sólo comparables con la presente en los años treinta, cuyo origen se sitúa en una generalizada *debt-deflation*, con distinta fuerza en las mayores economías, pero que impide reanudar un crecimiento vigoroso y de largo plazo. Esto aunado a políticas económicas incorrectas, que no sitúan estos problemas y que por el contrario la profundizan.

Aún cuando en cada uno de los distintos intentos de explicar las condiciones actuales de la economía mundial y su futuro inmediato, se encuentran elementos para el análisis, el debate continua y es vigente la necesidad de poseer una lectura integrada. Más aún, en tanto estas tendencias prevalecen y las mayores economías no encuentran una vía de crecimiento sostenido y de largo plazo, la pertinencia de alguno de los distintos acercamientos no ha sido plenamente establecida.

En el enfoque adoptado en este trabajo, se busca integrar al análisis de la trayectoria de la crisis actual, el desenvolvimiento de las principales tendencias en el ámbito de la regulación y desregulación financiera. En todo caso, la indagación puede considerarse como un análisis de la presente crisis capitalista a partir de la lectura de la regulación y desregulación financiera.

En este trabajo se ubican los principales problemas de la economía internacional y las tendencias financieras actuales en el contexto del desarrollo de una crisis de regulación, una crisis de larga duración que se inicio desde fines

¹ FMI. Perspectivas de la Economía Mundial mayo de 1994

² UNCTAD. Informe sobre Comercio y Desarrollo. 1992 y subsiguientes.

de los años sesenta, antecedida por una crisis similar en los años veinte y treinta.³

El proceso de la crisis capitalista actual inició desde finales de los años sesenta y se alarga hasta nuestros días sin que, desde nuestro punto de vista, esten presentes, en los noventa, los elementos que configuran su salida hacia una etapa de crecimiento sostenido de largo plazo. A pesar de su duración, de la acelerada destrucción y reestructuración productiva, de la acentuada centralización del capital y de la ruptura del viejo reparto económico del mundo, todavía aparecen muchos hechos que nos señalan que este proceso no ha concluido. En este sentido, la incertidumbre prevalece, tanto respecto de su duración, como de las formas específicas que adoptará su salida.

La devaluación de la libra esterlina en 1967 seguida del desdoblamiento del mercado del oro, la devaluación del franco y la revaluación del marco, hasta agosto de 1971 con la supresión de la convertibilidad del dólar en oro y con todo ello la ruptura del orden monetario de Bretton Wood, marcan el inicio de la crisis, con una crisis monetaria internacional. Desde entonces, la inestabilidad monetaria y financiera ha sido uno de los componentes de la crisis, que le acompañan en toda su trayectoria, con crisis financieras recurrentes.

Desde esos años, las diversas manifestaciones de la crisis fueron surgiendo en cada país, de manera que las condiciones que hacían posible una reproducción ampliada del capital en cada uno de los espacios económicos

³ Para una lectura de la teoría de la regulación y la crisis pueden consultarse entre otros, los siguientes trabajos: G. De Bernis. *Crise et Régulation*. Grrec, 1983; Gerard D. De Bernis. *El Capitalismo Contemporáneo*. Ed. Nuestro Tiempo, México, 1988; Gerard D. De Bernis. "Observations sur la Contrainte Exterieur", en la *Revista Economies et Societes*, Cahiers de l'I.S.M.E.A., Serie H.S. 29, 1985. Gregorio Vidal. "Crisis y Reestructuración del Capital", en *Revista Economía: Teoría y Práctica*, No. 10, Primavera-Verano de 1987, Universidad Autónoma Metropolitana, México. Arturo Guillén, La fase deflacionaria de la crisis estructural, Ponencia presentada en la Academia Mexicana de Economía Política para ingresar como Miembro de Número, México, 18 de octubre, 1990.

fueron siendo cuestionadas y subvertidas.⁴ Así, otro componente de la crisis es la desarticulación interna de los espacios económicos sobre los que se efectuaba una reproducción estable, con lo que se agudiza la competencia y la lucha por un nuevo reparto económico del mundo.⁵

La centralización y la desvalorización de capitales en el curso de la crisis han cambiado las economías en el mundo capitalista, incluyendo la representación que nos hacemos de ellas. Además del acelerado proceso de fusiones, las quiebras y "racionalizaciones" de empresas, es en muchos sentidos sorprendente como ramas enteras que en el periodo de posguerra fueron

⁴ Las condiciones que hacen posible una acumulación de capital con estabilidad estructural están explicadas por la formación de una tasa general de beneficio, en palabras de Gerard De Bernis: "El proceso de acumulación es estructuralmente estable sólo si la tasa de ganancia se mantiene y si los capitalistas encuentran en los mercados una estructura de productos (outputs) que corresponde a la estructura de sus necesidades (inputs), es decir, si las contratendencias a la baja y la tendencia a la perezificación triunfan respectivamente contra la tendencia a la baja y las contratendencias a la perezificación. Esta estabilidad del proceso de acumulación implica pues, la unidad de las dos leyes de la ganancia, la "correspondencia" entre las "formas" de la competencia y las condiciones que aseguran una tasa de ganancia suficiente." Gerard D. De Bernis. *El Capitalismo Contemporáneo*. Ed, Nuestro Tiempo, México, 1988. p. 27. Cabe insistir que así entendida la crisis se está empleando dicho concepto para señalar todo un periodo de ruptura de la estabilidad previa del proceso de acumulación y no sólo como recesión.

⁵ Aquí es necesario detenerse en el concepto de "sistema productivo" que incorpora la teoría de la regulación como un elemento central en su análisis de la crisis ya que a partir de éste se comprende tanto el trabajo de la crisis en materia de desestructuración, como el problema de la endogeneidad del origen de la crisis. Puede verse el trabajo de Gerard D. De Bernis. "Observations sur la Contrainte Exterieur", en la Revista *Economies et Societes, Cahiers de l'I.S.M.E.A., Serie H.S. 29, 1985, París*. Al respecto Gregorio Vidal señala que: "...los que van entrando en crisis, uno a uno, son los espacios económicos en los que el capital, por ejemplo el norteamericano, logra establecer en nivel adecuado la tasa de ganancia para financiar la acumulación, de manera tal en que en las diversas ramas en las que se despliega es posible la valorización y por tanto existe un ajuste aceptable entre la estructura productiva y las necesidades sociales, que ese mismo despliegue del capital ha establecido como las adecuadas a su dominación. Por tanto, estos espacios económicos incluyen la actividad del capital, allende fronteras, en las más diversas formas. Es en este espacio que se imponen la norma técnica, de financiamiento y de precios, y por consiguiente es el ámbito en el que se despliega cabalmente la moneda nacional." Más adelante señala que: "...el concepto de sistema productivo implica dos supuestos sustanciales. El capital aparece y se forja en el cuadro de naciones, pero actuando en el espacio del mercado mundial que genera como una condición para consolidar su dominio. Por así decirlo, es un capital nacionalmente identificado pero en el marco del mercado mundial. Ello significa que al seno de un mismo sistema productivo habrá un espacio dominante y uno dominado que en conjunto pueden incluir más de una nación." Gregorio Vidal. "Crisis y Reestructuración del Capital", en *Revista Economía: Teoría y Práctica*, No. 10, Primavera-Verano de 1987, Universidad Autónoma Metropolitana, México. pp. 95-96.

decisivas para la expansión económica, como la automotriz, la siderurgia, el aerotransporte y la aeronáutica, entre otras, han sido sometidas a dichos procesos. Al mismo tiempo, el surgimiento y desarrollo de nuevas actividades, tales como informática, telecomunicaciones e incluso servicios financieros que han abierto caminos rentables a los capitales más concentrados, no parecen ofrecer la base de un nuevo periodo de crecimiento de largo plazo. ⁶ La expansión de dichas actividades, hasta el momento, no se ha dado en un ambiente de inversión y de valorización más estable, con lo que, desde nuestro punto de vista, aquí no está solamente presente el problema de la dinámica de la transformación tecnológica, como el que marca la trayectoria de construcción de salida de la crisis, sino también el problema de las relaciones sociales y políticas que le dan sentido y que reconfiguran de manera integral las ramas económicas y el proceso de valorización. ⁷

Considerada así la crisis actual como un proceso de reestructuración de un cúmulo de relaciones económicas, en medio de procesos políticos íntimamente asociados, pueden por tanto establecerse "regularidades", "patrones de comportamiento" o incluso similitudes con procesos previos. El estudio de estas "regularidades" o similitudes debiera facilitar o contribuir a la

⁶ Aquí posiblemente valga la pena recordar la discusión abierta en torno a que el paso de la producción en masa a la producción flexible estaría señalando un nuevo camino para dar salida a la crisis. En alguna medida se llega a pensar que una transformación hacia esta forma de producción puede ayudar no sólo a acoplar el nuevo consumo a la producción, sino también a modificar el paradigma de desarrollo presente en los años de la posguerra. Desde nuestro punto de vista, a pesar de que consideramos que deberá profundizarse el análisis de las consecuencias de dichos cambios en los países capitalistas desarrollados, más parece tratarse de hechos para acoplarse a la dinámica de la crisis y la compartimentación de mercados en condiciones de distribución regresiva del ingreso y de alta concentración de capitales, que de una tendencia que pueda constituirse en el hecho característico de un nuevo periodo expansivo como lo fue la producción en masa.

⁷ Sobre esta discusión puede verse: Gregorio Vidal. "Crisis y Reestructuración del Capital", en Revista Economía: Teoría y Práctica...op.cit.

lectura de las posibles tendencias futuras y a reconocer con mayor certeza las posibles consecuencias en el futuro inmediato de los hechos y acciones de hoy.

El proceso de la crisis transcurre por dos etapas, la primera caracterizada por la dominación de tendencias inflacionarias y la segunda en donde prevalecen tendencias deflacionarias. Arturo Guillén sostiene que existe la necesidad de considerar dos fases en el desarrollo de la crisis del modo de regulación "... y con el fin de apreciar con la mayor precisión los quiebres principales en el proceso de desarrollo de la misma... propone considerar... dos momentos distintos en cada una de las fases. En la fase primera, propiamente expansionista e inflacionaria los momentos son:

"- 1968-1975, que cubre el período que va del estallido de la crisis a finales de los años sesenta hasta la recesión de 1974-1975.

"- 1975-1982, periodo en el cual los problemas de valorización que entraña la crisis tratan de ser resueltos mediante la "financiarización" de la economía del endeudamiento internacional y la expansión del mercado mundial. Este segundo periodo culminaría a comienzos de la década pasada con la 'crisis de la deuda externa' de los países del Tercer Mundo y la recesión de los países industrializados de 1980 a 1982."

"Por lo que respecta a la fase 'contraccionista y deflacionaria' propongo también la existencia de dos momentos:

"- 1982-1987, periodo caracterizado por la crisis de la deuda externa; la profundización de la crisis económica y el ajuste de las economías del Tercer Mundo; la desregulación financiera; la aplicación del neoliberalismo; el cambio en las funciones del Estado; y la recuperación de la economía norteamericana y de los países desarrollados, en un marco de crecimiento lento de sus sistemas productivos y del mercado mundial.

"- 1987 a la fecha, periodo en el que se agudizan las tendencias al estancamiento económico y a la deflación y en el cual el sistema muestra mayor propensión al surgimiento recurrente de crisis bursátiles y financieras."⁸

Así, la primera etapa de la crisis actual transcurre desde finales de los años sesenta y hasta el inicio de los ochenta. La segunda etapa iniciada entre 1982 y 1987 continua hasta los años noventa.⁹ Las fuertes tendencias deflacionarias en estos últimos años, harían pensar que son éstas la fuerza que contribuirá a que los bloques económicos avancen hacia su plena constitución.

"La profundidad de la crisis, el desarrollo de tendencias deflacionarias de larga duración en las economías de los países industrializados (sobrendeudamiento, baja en los precios de los bienes raíces y de otros productos, contracción del crédito bancario y de la intermediación financiera, restructuración de las plantillas de personal de las corporaciones, volatilidad

⁸ Arturo Guillén, La fase deflacionaria de la crisis estructural, Ponencia presentada en la Academia Mexicana de Economía Política para ingresar como Miembro de Número, México, 18 de octubre, 1990, pp. 14-15. Gregorio Vidal añade, a partir de la propuesta de que la crisis tiene dos fases, que "en lo que toca a la restructuración del capital estas fases están atravesadas por dos grandes movimientos. El primero tiene como característica destacada la internacionalización. Por esta vía diversos capitales logran obtener cuantiosas ganancias. Se observa que varias firmas y consorcios actúan y avanzan a partir de las posiciones y formas de operar que mantenían previamente, inundando nuevos mercados. Un aspecto sobresaliente del proceso se da en el terreno financiero, pero también hay un amplio despliegue de las transnacionales de la industria, el comercio y los servicios no financieros. Por tanto, se puede sostener que esta internacionalización aparece como el corazón del proceso de centralización y desvalorización del capital a lo largo de ese movimiento.

"En el segundo movimiento lo sustantivo es la modificación de los campos de operación de los consorcios. Los capitales reducen los espacios en que actúan, en otras ocasiones limitan la magnitud de sus operaciones, otros redefinen sus vínculos tecnológicos y financieros. Es el movimiento en que se acentúa el procesos de fusiones. De hecho se constata que mediados por grandes olas especulativas se están gestando nuevas unidades productivas que en un punto no sólo tendrán una magnitud superior, sino también darán cuerpo a una nueva estructura rama a rama del capital. La desvalorización y centralización puede avanzar por medio de crisis bursátiles, quiebras bancarias de gran dimensión y por supuesto acentuando el proceso de compras forzadas sin respetar fronteras nacionales." Gregorio Vidal, Las fases de la crisis y los movimientos en la restructuración del capital, en Estrategia, Desarrollo y Política Económica, México, Departamento de Economía, Serie Investigación no. 1, UAM-Iztapalapa, 1989, p. 314.

⁹ En este último punto, es decir caracterizando la economía internacional actual con fuertes tendencias deflacionarias, es en gran medida coincidente con los aportes de algunos autores postkeynesianos como Minsky y Kregel.

bursátil, etcetera) prefiguran un escenario de lento crecimiento de las economías y del comercio y la inversión internacionales...En este contexto es dable esperar un reforzamiento del proteccionismo y de la rivalidad comercial y un repliegue de las economías hacia dentro..."¹⁰

Sin embargo, la lucha por los espacios económicos continúa sin resolverse en distintas partes del mundo: China, India, algunos países de la Europa Oriental, etc. Tampoco es claro si, en el curso de las tendencias deflacionarias podría esperarse el surgimiento de un nuevo polo que acabe con la tripolaridad: Estados Unidos, Japón y Alemania. De manera que aunque dichas tendencias continúan dominando la economía internacional, los elementos que estarían señalando una cierta vía de resolución de la crisis aún no están presentes. Las posibilidades de una mayor deflación e incluso de nuevas crisis financieras continúan presentes, más aún tampoco existe la certeza plena que habrá una salida a la crisis.¹¹

Arturo Guillén distingue las tendencias deflacionarias actuales respecto de la deflación de los años treinta, en sus palabras: "Por tendencias deflacionarias me refiero a fenómenos de baja en la actividad económica, la inversión y el empleo combinados con problemas de sobreendeudamiento. Dicha combinación complica extraordinariamente la recuperación económica, pues de no atacarse dichas tendencias inyectando liquidez al sistema y

¹⁰ Arturo Guillén. "Bloques regionales y globalización de la economía mundial", en *Economía Teoría y Práctica* No. 3, 1994. Universidad Autónoma Metropolitana, México.

¹¹ "La incertidumbre atañe entonces a la salida de la crisis, el mantenimiento de tendencias para la constitución de una economía mundial, o al contrario el regreso al pluralismo de sistemas productivos cuyos contornos no se dibujan de manera clara. Nadie puede afirmar que habrá con seguridad una salida capitalista a la crisis, a fortiori, la que sea. El mundo podría encerrarse en una podredumbre general, una socialización vaga, conocer una nueva guerra mundial de consecuencias terribles. También puede ser que la movilización de los pueblos del Tercer Mundo y de los trabajadores de los países desarrollados, si tomamos como base sus intereses comunes y su solidaridad objetiva, impongan no una salida capitalista a la crisis sino una salida al capitalismo en crisis" Gerard D. De Bernis. *El Capitalismo Contemporáneo*. Ed. Nuestro Tiempo, México, 1988. p. 61.

mediante inversión autónoma, la debilidad económica tiende a reproducirse y perpetuarse. Prefiero el uso del término "tendencias" para diferenciar la situación actual de la deflación clásica, del tipo de la experimentada durante la depresión de los años treinta. Entonces la deflación se manifestaba en una baja del nivel general de precios, mientras que en la actualidad, la existencia de estructuras oligopólicas provoca que las bajas de precios se circunscriban a algunas actividades económicas o a ciertos bienes, aunque el índice general de precios siga aumentando. De ahí que la deflación no se presenta ahora como una depresión abierta, sino en períodos prolongados de estancamiento económico." ¹²

Al respecto puede agregarse que en la operación de los mercados financieros han estado presentes elementos que, por momentos, frenan las tendencias deflacionarias de la crisis. Como se argumenta en el capítulo IV, las tendencias deflacionarias han venido siendo frenadas en el terreno propiamente financiero a través de el endeudamiento de los Estados y la existencia de una tasa de interés "piso" para el crecimiento de los activos financieros. Igualmente a través de la innovación financiera y la diversificación de carteras hacia valores de los países subdesarrollados. A través del apalancamiento de las fusiones, compras forzadas y privatizaciones. Y también por medio de la multiplicación de instrumentos de cobertura de riesgo de tasa de interés y de tipo de cambio. Sin embargo, todo ello a su vez ha venido generando sucesivas crisis financieras que agravan las tendencias deflacionarias por países o sectores e incrementa el riesgo de una crisis financiera generalizada.

¹² Arturo Guillén. "El sistema financiero y la recuperación de la economía mexicana", en Revista de Comercio Exterior Vol. 44, No. 12, México diciembre de 1994.

1.2 LA INTERNACIONALIZACION FINANCIERA. CARACTERISTICAS Y ETAPAS DE LA EXPANSION DE LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES.

Entre el diverso cúmulo de hechos que han dado pie a la idea de la globalización económica se encuentra el acelerado desarrollo de los mercados financieros y la amplia movilización de capitales entre los intermediarios que operan fuera de sus fronteras de origen, en las más distintas monedas e instrumentos. En esta parte del trabajo se pretende dar una idea de la magnitud de dicha expansión, su trayectoria durante la crisis y sus características más importantes.

En los mercados financieros internacionales puede distinguirse varias etapas de expansión y contracción a lo largo de la presente crisis. A su inicio, desde finales de los sesenta y hasta principios de los años ochenta, con un importante crecimiento incluso por encima del ritmo inflacionario. "El crecimiento extremadamente rápido de los créditos y depósitos internacionales de los bancos debe ser apreciado en el contexto de la tendencia a la aceleración de la inflación que se observa desde mediados de los años sesenta...Igual si se toma en cuenta este factor, la tasa de crecimiento medio del volumen de operaciones internacionales ha sido, en promedio, netamente superior al alza general de precios." ¹³

Desde los dos últimos años de la década de los setenta se sucede un notable aumento en la tasa de interés real ¹⁴, como puede verse en las gráficas 25, 26 y 27, y un conjunto de cambios en las políticas monetarias y financieras,

¹³ R. M. Pecchioli, *Les Pouvoirs Publics Face à L'Internationalisation des Activités Bancaires*. OCDE, 1983. p. 17.

¹⁴ De manera esquemática establecida como la diferencia entre la tasa de descuento y el deflactor implícito del PIB.

tanto en los Estados Unidos como en Alemania y Japón, que traen consigo una retracción de los mercados financieros que perdura hasta entrada la década de los años ochenta.

En la segunda mitad de los años ochenta los mercados financieros reinician un crecimiento acelerado que perdura hasta 1990. En 1991 se sucede una nueva contracción de los préstamos bancarios que es parcialmente contrarrestada por el continuo crecimiento de la colocación de títulos en estos mercados, como puede verse en el cuadro 23. En dicha contracción ha tenido un papel muy importante el descenso en los activos externos de los bancos norteamericanos y japoneses principalmente, como puede verse en el cuadro 28.

En realidad, la recuperación de los mercados financieros internacionales, desde la segunda mitad de los ochenta se sucedió sobre nuevas bases: la presencia de nuevos instrumentos y la profundización de la desregulación financiera. En esta etapa, la fragilidad de los tipos de cambio y la modificación de las tasas de interés conllevan a intermediarios e inversionistas hacia la búsqueda de operaciones con cobertura frente a los mayores riesgos. Las condiciones de operación de los intermediarios frente a la creciente fragilidad de los mercados, concitan una mayor competencia y al mismo tiempo negocios de elevado riesgo. La mayor interdependencia de los mercados también amplía los márgenes de riesgo y la exposición hacia quiebras y fusiones entre los intermediarios es creciente.

Entre los hechos que caracterizan esta nueva etapa se encuentran: el rápido crecimiento de los productos derivados; el ascenso en la posición relativa de operaciones denominadas en otras monedas frente al dólar; el crecimiento del mercado de bonos y de acciones; la proliferación de las operaciones bancarias fuera de balance, sobre las cuales existen una

información poco sistemática y organizada; las menores fronteras entre bancos comerciales y bancos de inversión.

Al inicio de la expansión de los mercados internacionales, en los años sesenta, ésta se dió principalmente a cargo de los bancos comerciales, incluso los estudios de la época enfatizan la emergencia de la actividad bancaria internacional. Según estimaciones de la OCDE, el monto total de préstamos bancarios internacionales brutos en el mundo fue de unos 43 mil millones de dólares en 1965, para llegar en 1981 a ser 1 888 mil millones de dólares.¹⁵

Las cifras del Banco de Pagos Internacionales también reflejan un aumento extraordinario de los préstamos bancarios internacionales, como puede verse en el cuadro 22, pasando de 88 mil millones de dólares en 1973 a 265 mil millones en 1981. Si bien este crecimiento se dió en un contexto inflacionario, ésta última se estima tiene un promedio de crecimiento anual en el mundo entre 1966 y 1980 del 11.5%, por debajo del incremento en los préstamos externos de los bancos que se estima en el mismo periodo con una media anual del 28%.

Las operaciones internacionales de los bancos crecen tanto o más rápidamente que sus actividades domésticas, ello altera el peso de las primeras en el balance de muchos de los bancos y toda su estrategia de expansión se modifica frente a dichos cambios. Como puede verse en el cuadro 26, los activos externos de los bancos comerciales de las tres mayores economías crecieron más rápidamente que el crédito al sector privado entre 1969 y 1981. De cualquier manera éstos últimos, junto con los créditos al sector público,

¹⁵ R.M.Pecchioli, Op. Cit. p. 18. Con la limitante que cifras de esta naturaleza "mundial" pueden tener, estas estimaciones señalan un ritmo de crecimiento de los pasivos externos de los bancos de depósito, entre 1966 y 1980 del 28.4%; por encima del crecimiento del valor de las exportaciones del 14.3%, de la masa monetaria mundial del 11.5%, y de la inflación mundial del 9.2%. R.M. Pecchioli, op. cit. El autor cita cifras de A.K. Swoboda, "International Banking: Current Issues in Perspective", en Journal of Banking and Finance, September, 1982.

continuaron representando la mayor parte del crédito otorgado, como puede verse en el cuadro 27.

Los depósitos interbancarios han sido un componente fundamental en el crecimiento de los mercados financieros internacionales, tanto para los préstamos como para la emisión de bonos y acciones. Como puede observarse en los Cuadros 22 y 23 estos depósitos representan entre un tercio y la mitad de los flujos de préstamos bancarios brutos. Su notablemente menor ritmo de crecimiento durante 1979 y 1980 antecede la contracción del crédito internacional en 1982. Los depósitos interbancarios se recuperan nuevamente entre 1985 y 1989, su descenso en 1990 concita la caída de los préstamos bancarios en 1991. En los años subsiguientes, 1992 y 1993, la recuperación del financiamiento internacional corre a cargo fundamentalmente de la emisión de bonos internacionales y de acciones. Estos últimos empezaron a ser un componente importante de financiamiento internacional propiamente en la segunda mitad de los ochenta y prosiguen su crecimiento aún a pesar de la fuerte contracción de los préstamos internacionales durante 1991.

Las dos contracciones del financiamiento internacional neto (que incluye préstamos bancarios externos netos y emisión neta de bonos) en los últimos 20 años pueden verse en la gráfica 18. Observando la gráfica 19, puede constatarse tres contracciones de los préstamos bancarios externos, en 1981, 1988 y 1991. El segundo y tercer descenso fueron amortiguados por el financiamiento a través de la emisión de bonos internacionales.

En la caída del financiamiento internacional en 1990-1991 interviene una importante política expresa de los bancos en los mercados financieros internacionales de limitar el crecimiento de sus activos sujetos a la formación de capital de acuerdo a las normas de Basilea que entran en operación en 1992. De manera que aunque las tasas de interés nominales descienden tanto en

Estados Unidos como en Japón e incluso la tasa de oferta interbancaria internacional (promedio anual estimado por el FMI), sólo Alemania eleva su tasa de descuento, se desencadena un rápido descenso del financiamiento internacional neto.

En 1992 y 1993 se inicia una nueva recuperación del financiamiento internacional, durante 1994 nuevamente el alza de la tasa de interés en Estados Unidos, en condiciones de lento crecimiento del resto de las mayores economías, concita un nuevo descenso, particularmente en el mercado de bonos con tasa de interés fija. Elemento que impulsa el crecimiento del financiamiento internacional en otros instrumentos del mercado de dinero y de valores.¹⁶

La presencia del riesgo inminente de una nueva crisis financiera internacional ha sido atemperada por diferentes intervenciones de los gobiernos, como la participación *ad hoc* concertada o no de sus bancos centrales en los mercados de divisas, como la presencia de fondos estatales para limitar los descensos en las bolsas. Pero probablemente el elemento que ha contenido, en mayor medida dicha crisis ha sido el extraordinario crecimiento y penetración de los productos derivados.

El mercado organizado de productos derivados inicia su rápido desarrollo en los últimos años de la década de los ochenta. Hacia 1993 se estima que acumularon un monto de principal subyacente de unos 7 billones 839 mil

¹⁶ Según el análisis del Financial Market Trends de la OCDE de junio de 1994 "A principios de este año ...(1994)...leveraged investors, tales como hedge funds e instituciones financieras comercian por su propia cuenta, tomando posiciones agresivas ...(para enfrentar las expectativas de alza en las tasas de interés en Estados Unidos y Europa)". Aunque la experiencia de 1994 no validó las expectativas, porque el alza de las tasas de descuento no se ha generalizado en Europa, "...la inquietud sobrevino sobre todo el mercado de capitales en el mundo. En un proceso a veces descrito como global margin call, leveraged investors ha sido forzado a liquidar sus posiciones largas, añadiendo más presión a la baja a los precios, mientras que más inversionistas tradicionales domésticos ha debido retener y añadir posiciones en activos de largo plazo." p. 85.

millones de dólares, a los que habría que sumar una estimación de alrededor de 8.4 billones de dólares en las operaciones con estos instrumentos *over-the-counter*, como puede verse en el cuadro 30. En 1994, el monto del principal subyacente desembolsado en el mercado organizado fue de 8.8 billones de dólares y las operaciones *over-the-counter* se estiman en 9 billones de dólares, mientras que el valor de capitalización de todas las bolsas del mundo sumó 15.2 billones de dólares. Su explosivo crecimiento ha venido siendo parte del ascenso en los mercados bursátiles de mundo, a pesar del pobre nivel de los préstamos bancarios internacionales. Como puede verse el cuadro 29, más del 54% del mercado organizado son operaciones en los Estados Unidos, el 17% en Japón y el 21% en Europa.

La mayor parte de las operaciones en el mercado organizado se concentran en futuros de tasas de interés sobre instrumentos de corto plazo (61%) y las opciones de tasas de interés (30%). Las opciones y los futuros sobre índices bursátiles y sobre divisas son una parte menor del mercado organizado de derivados. En el mercado *over-the-counter*, se calcula que el 73% está constituido por instrumentos swaps de tasa de interés.

El elevado crecimiento de las operaciones *over-the-counter* de los bancos y otros intermediarios financieros está impidiendo una apreciación estadística completa de las actividades financieras tanto nacionales como internacionales. Las distintas estimaciones del volumen de recursos comprometidos son sólo aproximaciones. Los bancos e intermediarios financieros han desarrollado operaciones *over-the-counter* y además incrementando sus posiciones fuera de balance, en parte como respuesta a las nuevas regulaciones del Comité de Basilea y también como parte de la estrategia de administración de activos y pasivos, cuestiones todas ellas que se analizan en el quinto capítulo. Al mismo tiempo que prestatarios e inversionistas

encuentran en esta diversificación de instrumentos la posibilidad de coberturas sobre el riesgo de fluctuaciones en las tasas de interés y tipos de cambio.

A pesar del alto riesgo que implica que una parte sustancial de este mercado se realice a través de operaciones *over-the-counter* y por tanto la incapacidad de las autoridades financieras para supervisarlos, las acciones para su regulación han sido muy limitadas. Por ello, si bien en un momento el extraordinario crecimiento de las operaciones con productos derivados (impulsado también por el descenso relativo de las tasas de interés) podría ofrecer un cierto relajamiento de las tensiones financieras, este mercado rápidamente las ha tensado nuevamente en 1994, cuando las tasas de interés presentan variaciones importantes y en un periodo corto, pero ahora con una enorme restricción por parte de las autoridades financieras y de los propios operadores ya que nadie cuenta con información suficiente para prever o limitar una crisis financiera internacional.

Así, en un estudio reciente dirigido por el Banco de Pagos Internacionales sobre el mercado de derivados, el grupo de trabajo encabezado por Larry Promisel de la Reserva Federal concluyó que: "Para el desarrollo de sus técnicas expertas con respecto a los instrumentos y mecanismos del mercado, los bancos centrales deben tener alta prioridad sobre continuar monitoriando y analizando los desarrollos en el conjunto del mercado. Los cambios que están teniendo lugar en las relaciones interbancarias no están todavía plenamente entendidos y no pueden ser clarificados solamente por una mayor cobertura estadística. El continuo contacto con los participantes del mercado será también importante".¹⁷

¹⁷ The Banker, julio 1993.

La participación relativa de los intermediarios financieros también se ha modificado en los últimos años. Tanto respecto a la mayor presencia de intermediarios financieros no bancarios, como al origen nacional de los intermediarios. En cuando a los bancos, en los años ochenta Japón fue el país con un mayor ritmo de crecimiento de los activos bancarios externos y domésticos, al punto en que desplazaron a los mayores bancos estadounidenses en la clasificación por volumen de activos. Los bancos japoneses en 1993 son los primeros 6 de la lista de los mayores bancos y 10 de ellos se encuentran entre los 20 primeros. Esta gran expansión de la banca japonesa también refleja la revaluación del yen frente al dólar en los años ochenta y la mayor presencia de dicha moneda en los mercados internacionales.¹⁸

Hacia fines de 1992, los 4 mayores bancos japoneses poseen un capital superior a los 70 mil millones de dólares, mientras que los norteamericanos suman 30 mil millones, los alemanes 27 mil millones y los ingleses 34 mil millones.

¹⁹ Los activos totales de dichos bancos en el mismo orden ascendían a 1 806 billones de dólares los japoneses, 648.7 billones los norteamericanos, 788.8 billones los alemanes y 808.3 billones los ingleses.

Sin embargo, los propios bancos japoneses han disminuido sus actividades externas en los noventa, al enfrentar una crisis bancaria doméstica

¹⁸ Aunque cabe destacar que esta estadística esta construida considerando solamente los activos bancarios y no toma en cuenta las operaciones fuera de balance que se han desarrollado de manera muy significativa por todo el mundo bancario.

¹⁹ Definido como One Tier, de Basilea, ver *The Banker*, julio 93, p. 94. El Acuerdo de Basilea sobre las normas mínimas de capital para los bancos activos internacionalmente fue elaborado por el Basle Committee on Banking Supervision que esta formado por representantes de las autoridades supervisoras del Grupo de los Diez Países. El acuerdo de hecho concluyó en 1988, según el Banco Internacional de Pagos... "Although the accord was in fact concluded in 1988, it attracted considerable attention again last year ... (1990)...., as poor profitability put pressure on the capital cushion of banks in some countries, while unreceptive equity markets made it harder to raise funds." Banco de Pagos Internacionales, Informe Anual 1991. p. 115. El acuerdo define el Tier 1 como el "core capital", esto es, "disclosed reserves, common stock and non-cumulative preference shares, que debe ser al menos la mitad de capital. El Tier 2 incluye undisclosed reserves, general provisions, asset revaluation reserves, hybrid capital instruments and subordinated term debt.

derivada del empeoramiento de sus balances, dado el deterioro en la calidad de sus activos por la caída en los precios de bienes raíces y las quiebras de prestatarios. Se estimó una cartera vencida (que no pago intereses en los últimos seis meses o que el prestatario se declaró en quiebra) en julio de 1993 de 128 mil millones de dólares y, para 1995 de 471 mil millones de dólares.²⁰

Los bancos japoneses son los que han aumentado más rápidamente sus activos externos del grupo de los 7 países más industrializados, como puede verse en el cuadro 31. Los bancos residentes en Gran Bretaña tenían ya en 1978 los mayores activos bancarios externos, le seguían los bancos residentes en Estados Unidos y Francia. Para 1994 los bancos en Gran Bretaña continúan siendo los que suman mayores activos, pero seguidos de cerca de los bancos del Japón. Destaca también el rápido ascenso de los bancos residentes en Alemania en estos años.

El descenso en la posición relativa de los bancos norteamericanos en los mercados internacionales también se expresa en la composición monetaria de los distintos instrumentos que se manejan. Por ejemplo, en el monto total desembolsado de bonos internacionales, aquellos denominados en dólares representan en 1994 el 35% del total, habiendo perdido terreno en favor del marco, del yen y del ECU, como puede verse en el cuadro 32.

Desde 1989 se coloca en diversos mercados un nuevo tipo de bono llamado bono global. Según la OCDE, "...el bono global se define como una gran emisión vendida simultáneamente en los más grandes mercados de capitales de Europa, Asia y los Estados Unidos, su comercio tiene lugar en ellos

²⁰ The Banker, julio 1993, y Excelsior, 9 de junio de 1995. Se señala que esta cartera vencida de los bancos japoneses procede de la gran expansión del crédito de la década de los ochenta. El gobierno japonés anunció un plan de rescate para los bancos que incluye el fomento a la adquisición de bancos de ahorro por parte de bancos comerciales, hasta antes prohibida. El plan de rescate no descarta que el Banco de Japón destine fondos públicos para apoyar a los bancos.

como entre ellos." ²¹(20). Estos bonos son retenidos y pagados a través de sistemas de pagos de cada mercado y pueden negociarse sin impedimentos de un mercado a otro. Además, son listados en una o más de las mayores bolsas, por ello, son bonos que ofrecen un mayor nivel de liquidez. Desde su primera emisión en 1989 han crecido muy rápidamente, a mayo de 1994 representan el 8% del total del mercado de bonos externos.²²

Sin embargo, la OCDE apunta que el desarrollo de los bonos globales se ha dado en medio de controversias. "Algunos análisis han argumentado que el término global está equivocado y que es un error considerar un mercado de capital global integrado plenamente. Otros análisis, han llevado la controversia más lejos, considerando que es la dominación de las firmas de inversión estadounidenses en el cuadro de liga de los corredores de bonos globales. Un número de participantes del mercado (principalmente no estadounidenses) han argumentado que el bono global estructurado es una invención publicitaria con el propósito principal de dar a las firmas de inversión de los Estados Unidos una parte mayor del mando internacional. El argumento principal es que la distribución en aquel país en realidad requiere una firma americana y que esto garantiza al menos un corredor americano." ²³

Para los prestatarios, los bonos globales implican enfrentar una mayor competencia para su colocación en los grandes mercados. Para los inversionistas los bonos globales tienen mayor liquidez comparada con muchos otros bonos, 24 horas en el mercado secundario y a un precio mundial uniforme y tienen la posibilidad de hacer grandes ventas o compras sin modificar el

²¹ Financial Market Trends, junio 1994. p. 55

²² Financial Market Trends. p. 57.

²³ Financial Market Trends. Ibid. pp.55-56.

precio. La oferta total de bonos globales hasta mayo de 1994 ascendió a 100 mil millones de dólares, de los cuales 53% fueron del sector público y 25% de organismos internacionales. En el primer cuatrimestre de 1995 estas emisiones cayeron, principalmente las correspondientes a los gobiernos y el único organismo internacional que les emitió fue el Banco Mundial. Dicho descenso en el total de las emisiones se acompañó de un incremento en la participación de emisores privados, ello es un fenómeno relativamente nuevo cuando desde junio de 1994 agencias de crédito hipotecario norteamericanas se inician en la emisión de bonos globales. De enero a abril de 1995 también fue significativa la emisión de dichos títulos garantizados por pagarés de tarjetas de crédito por agencias estadounidenses. Por su parte, los gobiernos incrementaron en esos meses su demanda por créditos sindicados y su oferta en el mercado tradicional de euro-bonos. Así, en 1995 puede distinguirse una tendencia de cambio en el mercado de bonos globales, en donde además del Banco Mundial, el mercado está dominado por emisiones estadounidenses, con una oferta de 8.6 mil millones de un total emitido en el cuatrimestre por 12.4 mil millones de dólares.²⁴

La presencia de los gobiernos y en general de entidades del sector público como prestatarios en los mercados financieros ha sido creciente a lo largo del periodo de crisis. Al punto en que, puede afirmarse, estos prestatarios constituyen su base de expansión.

Desde el inicio de la crisis el gasto público en Estados Unidos, Alemania y Japón inicio una tendencia ascendente. Como puede verse en la serie de gráficas 30, este aumento es más pronunciado en el caso de Alemania, pero muy significativo en el conjunto de países. Así, los déficits públicos como porcentaje del producto interno también empezaron a cobrar significación.

²⁴ Al respecto puede verse: OCDE. Financial Market Trends, No. 61, junio de 1995. p. 102.

Como puede verse en la gráfica 31 a partir de 1975 en los tres países se sucede un importante aumento de déficit público que solamente Alemania disminuye en los años subsiguientes. Sin embargo, en los tres países se mantiene en niveles superiores a los años de pre-crisis.

Los déficits públicos fueron pasando a ser crecientemente financiados en los mercados financieros. La deuda pública en relación al producto interno, en los tres países, tiene una tendencia ascendente, como puede observarse en la gráfica 32. En el caso de Alemania y Japón de representar alrededor del 8% del producto, inicia su ascenso en 1974 para llegar a cerca del 30% y más del 50% al inicio de los años noventa, respectivamente. La deuda pública estadounidense que venía descendiendo en relación al producto interno en los años previos a la crisis, inicia su crecimiento en 1982 hasta llegar a cerca del 53% en 1993. Para 1995 se estima supera los 5 billones de dólares.²⁵ Su comportamiento anticíclico puede observarse en el caso de las tres economías en las gráficas de la serie 32.

Es notable como el creciente endeudamiento público se sucede principalmente en los años ochenta, cuando los niveles inflacionarios en los tres países están descendiendo. Como puede verse en las gráficas de la serie 33, hacia 1982 las tres economías inician una etapa de descenso inflacionario, como se ha señalado con anterioridad, pero ello no ha conducido a una menor deuda pública. Si bien al contrario, en los tres países dicha deuda ha venido cobrando una creciente significación.

Una idea parcial de la importancia de la participación de los gobiernos y entidades públicas como prestatarios en los mercados financieros puede obtenerse del cuadro 27, considerando únicamente el crédito de la banca

²⁵ Excelsior, 19-06-95

comercial al sector público en los tres países. Sin embargo, el proceso de titulación de la deuda estatal debe considerarse para tener una idea más completa. Así, el Banco de Pagos Internacionales estima que a finales de 1994 en los países de la OCDE (excluyendo a Turquía e Irlanda) había un monto desembolsado de emisiones en los mercados de valores domésticos e internacionales de 24. 428 billones de dólares, del cual 14.856 billones de dólares corresponde a emisiones del sector público, esto es, más del 60%.²⁶ En 1993 con un monto desembolsado del sector público por más de 12 billones de dólares, casi 6 billones fueron emisiones domésticas públicas en los Estados Unidos, 1. 6 billones del Japón y 700 mil millones de Alemania.²⁷

1.3 LA DESTRUCCION DE LAS "NORMAS" DE REPRODUCCION EN EL PLANO DE LA INTERMEDIACION FINANCIERA.

La ruptura de la forma de financiamiento de la inversión productiva durante la crisis, es decir, la destrucción de las "normas" de reproducción en el plano de la intermediación financiera puede explicarse partiendo de la idea de que en todo espacio productivo existe una relación entre el crecimiento de la actividad económica, la ampliación de las capacidades de producción y las condiciones de financiamiento. Esa relación entre producción e inversión se sucede considerando la relación crédito-ganancia como un medio para lograr la reproducción en cierto espacio económico. Esto no significa que haya equilibrio e incluso tampoco significa que todos los agentes económicos permanezcan en la misma condición inicial, se reconoce que hay movimientos,

²⁶ Banco de Pagos Internacionales. Informe Anual, 1995. p. 181

²⁷ Banco de Pagos Internacionales. Informe Anual, 1994. p. 111

desplazamientos, tensiones. No obstante lo cual, se sucede la reproducción y se amplía la acumulación. Los procesos que se desarrollan para que esta situación se produzca, incluyendo en estos procesos la intermediación financiera constituyen la "norma".

Lo que se está planteando es que en un cierto momento cuando la reproducción económica encuentra límites que llevan a la caída de la tasa de ganancia, la intermediación financiera encuentra también obstáculos para adelantar el capital que se saldará con una masa de ganancia que no se distribuye más entre los capitalistas como tasa media. Al romperse la formación de la tasa media de ganancia, también la preferencia por la liquidez se trastoca y con ello la tasa de interés pierde su referente esencial, la tasa de ganancia.

Así, el patrón de financiamiento o la "norma" de financiamiento se rompe y comienzan a desarrollarse incluso esos mismos procesos en un sentido en que ya no permiten esa reproducción o también aparecen procesos nuevos que tampoco permiten esa reproducción. Ambos fenómenos constituirían la destrucción de la norma en cuestión.

La destrucción de las "normas" de reproducción, como toda la trayectoria de la crisis atraviesa por grandes etapas. En la primera etapa los signos definitorios son una tendencia a la expansión preferentemente en el plano internacional -descolocación de inversiones y ampliación de los mercados crediticios internacionales- y un proceso inflacionario. Se desarrollan con fuerza la financiarización de la actividad económica con un amplio endeudamiento internacional. En la segunda etapa dominan la contracción de la actividad económica y las tendencias deflacionarias. Es la época en que se produce el ajuste en las economías del Tercer Mundo y en general se busca contraer los salarios y se incrementa el desempleo. En conjunto estos procesos impactan

negativamente la demanda y generan un muy lento crecimiento de las economías de los países desarrollados y del propio mercado internacional. Es la época de la aplicación de las políticas neoliberales, por gobiernos que, incluso en el punto de partida, proceden de muy diversas ideologías.

La administración activa de los activos y pasivos de la banca se impuso como un resultado del rompimiento del referente esencial de las tasas de interés y la modificación de las paridades cambiarias. De manera general, los bancos hacen su gestión de activos y pasivos, en condiciones de crecimiento estable, sobre la base de funciones relativamente previsibles en cuanto a las tasas de interés con selecciones de largo plazo, determinando las condiciones de remuneración de sus pasivos en un marco de regulación estatal tanto respecto de los instrumentos como de las variaciones de las tasas de interés que son función de las variaciones en la tasa de descuento de los bancos centrales y no decisiones autónomas. Así, los bancos deciden las formas y condiciones del crédito y detentan un importante portafolio en financiamientos al sector público.

La gestión activa de los activos y pasivos de los bancos se impone entre éstos cuando se modifica radicalmente la preferencia por la liquidez. Las rápidas modificaciones en las tasas de interés, eleva los costos de la captación y en general la remuneración de sus pasivos, modificándola además hacia el corto plazo; mientras que sus activos requieren ser también ampliados pero con tasas de interés variables en el corto plazo.

Esta modificación del balance de los bancos en condiciones de inflación, cambios acelerados en los precios y en los precios relativos, es posible a través del también rápido crecimiento de los activos bancarios. Dicho crecimiento responde a la vez a: rápidas modificaciones de las tasas de interés y al incremento de recursos líquidos en poder de las empresas que han retraído sus

inversiones de ampliación de su capacidad productiva. En condiciones de inflación (no hiperinflación), la administración del balance de los bancos encuentra menos restricciones ya que el mercado de servicios financieros parece ampliarse hacia la más dinámica administración de las posiciones líquidas de las empresas.

Por el contrario, en condiciones deflacionarias, la ampliación de la participación de los intermediarios, la posibilidad de acrecentar sus activos queda más directamente supeditada a la competencia entre los intermediarios. Así, los activos bancarios pudieron continuar creciendo, en la primera fase de la crisis, a través del crédito a tasas de interés variables y acortándose los vencimientos. La siguiente etapa de expansión de los activos bancarios, en la fase deflacionaria de la crisis, sin las condiciones relativamente propicias de la inflación, sino por el contrario en deflación, concitan a los bancos hacia un movimiento muy generalizado de titulación del crédito, como la manera de reconfigurar su portafolio hacia las cambiantes expectativas de rentabilidad.

Así, la administración del balance de los bancos y los cambios en su preferencia por la liquidez es resultado de la crisis. Cuando la ampliación de sus activos depende menos de la ganancia y más de ingresos procedentes de otras fuentes, los bancos modifican su preferencia por la liquidez y su papel de financiamiento a la producción se trastoca. Cambian hacia el financiamiento de bienes en tránsito, en los últimos años esta situación se lleva al extremo de sostener sus ingresos más en comisiones (por intermediación de títulos, por su participación en el mercado cambiario) que en los márgenes. Incluso al punto en que aumentan más sus ingresos en el desarrollo de las operaciones fuera de balance.

El funcionamiento de los grandes bancos se transforma, cuando el crédito propiamente tal va cediendo lugar a la emisión y negociación de títulos del más diverso orden. La llamada tendencia a la titulación del crédito.

El cambio en su papel de financiamiento a la producción hacia el financiamiento de bienes en tránsito y el comercio de títulos financieros, implica que una parte decreciente de las operaciones bancarias dependen de la ganancia empresarial y una parte creciente de la incorporación de activos no financieros a activos financieros, ésto es que los balances de los bancos y toda su actividad de intermediación pasa a depender más de la especulación y centralización.

Si el crecimiento de los activos bancarios y del crédito en lo particular se desvincula, relativamente, de las ganancias de las empresas, hay otras bases del crecimiento del crédito que fragilizan la estructura productiva. El crédito como capital adelantado para saldarse con la ganancia generada encuentra límites junto con el descenso en la tasa de ganancia y pasa a ser parte de las fuerzas que impiden la formación de la tasa media de ganancia.

La administración activa del balance de los bancos, el amplio proceso de titulación y la rápida generalización de las operaciones fuera de balance, resultan así un componente de la crisis, ya que se encuentran vinculadas a la inestabilidad de los tipos de cambio y de las tasas de interés. Puede sostenerse que el retorno a condiciones macroeconómicas estables, implica una expansión estable de largo plazo de los activos bancarios vinculados a la ganancia y por tanto una restructuración de la intermediación financiera que restituya al crédito y a las tasas de interés su función y, por tanto, una pérdida relativa del sentido de los mecanismos de innovación y "globalización" vigentes en la crisis.

Solamente por señalar algunas cifras indicativas del fenómeno de la enorme ruptura entre el crecimiento de los mercados financieros y la producción:

- El volumen del crédito interno en relación al producto interno en Estados Unidos, Japón y Alemania se duplicó a lo largo de la crisis, llegando a representar entre el 130% y el 140%.(Gráfica 36)

- Los mercados monetarios intercambiaban en 1992 el equivalente a 900 mil millones de dólares, en 1995 dicha cifra se estima en 1.2 billones de dólares diarios. ²⁸

- Por el sistema de pagos norteamericano fluyeron, anualmente, en 1993 operaciones equivalentes a más de 70 veces su producto nacional bruto, de los cuales se estima el 45% se refiere a operaciones en divisas. ²⁹

En palabras de De Bernis: "La separación entre la esfera productiva y la esfera financiera no puede crecer sin límites por una razón esencial: la esfera financiera por sí misma no produce la ganancia por el cual el capital allí comprometido es remunerado, sólo puede recibirlo de la esfera productiva. Sería necesario entonces que la tasa de crecimiento de la masa de ganancia de la esfera productiva no dejara de ser superior a la tasa de crecimiento de la esfera financiera para que la situación se mantenga estable. Evidentemente esto es imposible. Entonces, si las autoridades monetarias y financieras no toman las medidas necesarias para reducir esta división y mantenerla dentro de límites tolerables, hay que esperar ya sea una crisis financiera (el hundimiento del capital ficticio es uno de los medios para restablecer el equilibrio entre las dos

²⁸ Martin Walker, miembro del Instituto de Política Mundial, Excelsior 21-06-95.

²⁹ André Perold, "The Payment System and Derivate Instruments", Working Paper, Division Research, Harvard Business School, Boston, 1995.

esferas) ya sea una deflación generalizada que restablezca una tensión soportable entre las dimensiones de las dos esferas." ³⁰

³⁰ Gerard De Bernis. El Capitalismo Contemporáneo. Op. Cit. pp. 60-61.

CAPITULO II

LAS PRINCIPALES TENDENCIAS ECONOMICAS EN LAS MAYORES ECONOMIAS.

INTRODUCCION

El objetivo de este segundo capítulo es establecer con cifras la trayectoria de la crisis, las dos fases por las que ésta ha atravesado y una idea de magnitud de las tendencias deflacionarias contemporáneas. Así, en este capítulo se hace una lectura de los principales indicadores de las mayores economías durante la crisis y su situación más reciente, es decir desde finales de los años sesenta hasta nuestros días. De igual manera, se incorporan estadísticas relativas a las tendencias a la internacionalización, que han ofrecido un fundamento a las nociones de globalización económica, principalmente comercio internacional e inversión extranjera.

El esfuerzo de lectura estadística de la crisis en las mayores economías que se efectúa en este capítulo posibilita el establecimiento de las tendencias más significativas en los últimos casi treinta años, más que una lectura histórica detallada de cada una de ellas. Sin embargo, se analiza el comportamiento particular de cada uno de los principales indicadores económicos a partir de la periodización que se delinea en este acercamiento. Asimismo, debe considerarse la naturaleza indicativa de las cifras que se manejan, en la medida en éstas quedan inmersas en el propio proceso de la crisis: inflación, cambio en las estructuras de precios, movimientos en los tipos de cambio, cambios en las metodologías para la elaboración de las estimaciones a lo largo del tiempo, etc.

2.1 CRECIMIENTO E INVERSION.

Desde el inicio de la crisis a fines de los años sesenta las mayores economías desarrolladas experimentaron un descenso en su ritmo de crecimiento. Como puede verse en el cuadro 1, ninguna de las 7 mayores (excepto Inglaterra) alcanzaron en los años ochenta tasas de crecimiento medio anual similares a las que poseían al inicio de los sesenta y de hecho éstas se redujeron a la mitad. En los primeros años de la década del noventa el crecimiento promedio anual ha sido todavía menor en los siete países, y aún con la recuperación estadounidense, la recesión o el lento crecimiento prevalece en los países europeos y Japón.

Considerando las tres mayores economías, Alemania, Japón y Estados Unidos puede verse un importante descenso en el crecimiento en los años ochenta y noventa en la gráfica 1. Situación que también se constata para las 7 mayores economías, gráfica 2.

En los años inmediatos previos al inicio de la crisis de largo plazo (1965-1968) destaca el alto crecimiento alcanzado por la economía japonesa y aunque este ritmo descendió en los años siguientes, es característico que se mantengan en un nivel relativamente alto respecto de las otras dos mayores hasta los ochenta.

Durante los primeros años de la crisis, es notable el acompañamiento en el ciclo económico de estos tres países, es decir a lo largo de 1969 y 1970. Hacia 1971 la economía de los Estados Unidos se recupera mientras Japón y Alemania continúan descendiendo y nuevamente desde 1972 a 1976 se sincroniza el ciclo. Durante la recesión de "doble zambullida" de los Estados Unidos, la economía alemana desciende a tasas incluso negativas, mientras

que la japonesa permanece en tasas de crecimiento notablemente bajas. De 1982 a 1988 nuevamente hay una cierta sincronía en el ciclo hasta que en 1989 la economía estadounidense inicia un rápido descenso en su ritmo de crecimiento acompañada por las otras dos hasta 1990. Hacia 1992 los Estados Unidos reinicia un ciclo ascendente, pero notablemente no es seguido por Japón en los siguientes años y por Alemania sólo hasta 1994. Al respecto puede verse la gráfica 3.

Es significativo que las menores tasas de crecimiento e incluso negativas se presentaron en las tres economías en cuatro momentos sucesivos desde que se inició la crisis: 1969-1970; 1973-1975; 1979-1982; 1990-1991. Los momentos de recesión en los años noventa muestran tasas muy bajas e incluso negativas como al inicio de los ochenta.

El nuevo comportamiento de ciclo económico durante la crisis ha sido un tema muy debatido desde años atrás.¹ Sin embargo, cabe destacar que su desarrollo en los años noventa se ha caracterizado por la persistencia de tasas de crecimiento menores a las presentes en la fase ascendente de ciclos previos. La recuperación estadounidense, importante en algunos trimestres de 1993 y 1994, está siendo rápidamente frenada y las estimaciones elaboradas por distintos análisis proyecta crecimientos moderados para el futuro inmediato. Los menores niveles de recuperación en la fase ascendente del ciclo y las mayores caídas en la fase descendente son elementos característicos del ciclo en las mayores economías desde finales de los años ochenta.

En 1993 y 1994 es la primera vez, desde 1974 que la economía japonesa prácticamente no tiene ningún crecimiento anual. Además merece destacarse

¹ Al respecto puede verse, entre otros: S.M.Ménshikov. El capitalismo Actual, de crisis en crisis. Ed. Nuestro Tiempo, 1983. México; y, Gregorio Vidal. "Las transformaciones de la economía mexicana y la economía norteamericana en el contexto del TLC", ponencia presentada en la Ciudad de México, 28 de Junio de 1995.

que al inicio de los noventa, la recesión estadounidense fue mayor, mientras que su recuperación se adelanta y no ha sido acompañada por Japón y por Alemania hasta 1994. Es importante constatar que en la recuperación de un indicador positivo de crecimiento en 1992 y en especial en 1993, la economía de los Estados Unidos ha estado seguida por Canadá, Australia y Nueva Zelanda. Acompañaron a Alemania con recesión o estancamiento, España, Países Bajos, Bélgica, Dinamarca, Suecia, Suiza, Austria y Finlandia. Para la gran mayoría de Europa continental, la recuperación en 1994 ha sido pequeña, menor a la esperada después de varios años de tasas negativas, e incluso para algunos países persiste el estancamiento.

En el caso de las tres mayores economías, podría apuntarse un nuevo hecho en la relación entre los ciclos económicos de éstas, la menor presencia de Estados Unidos como "locomotora" de la economía internacional. El menor tamaño de la economía de los Estados Unidos en la economía internacional queda en evidencia no sólo en diversos indicadores de producción y comercio, sino también en su menor capacidad de gestión y liderazgo entre las mayores economías.

La participación estadounidense en la producción total de las 7 mayores economías ha decaído sensiblemente como puede verse en el cuadro 2. Sin embargo, esta estimación debe considerarse cuidadosamente ya que interviene el comportamiento de los tipos de cambio, lo cual influye de manera importante en el ascenso de la posición relativa del Japón.

En particular, puede verse una cierta estabilidad de la posición de todos los países incluso de Alemania, a pesar del constante deterioro del dólar frente al marco y el franco. La persistente devaluación del dólar frente al yen, primero entre 1971 y 1977 y después entre 1985 y 1994 contribuye de manera decisiva en estos resultados. Pero el fortalecimiento de la economía del Japón y de su

moneda en las relaciones entre estos dos países, ha sido muy importante. Su amplia posición comercial superavitaria y la acumulación de reservas ha sido reconocida como el mayor desequilibrio mundial en reiteradas ocasiones y en particular por los Estados Unidos. La descendente posición relativa de los Estados Unidos frente al Japón en la economía internacional es un hecho característico del cambio en las relaciones económicas internacionales de las últimas décadas.

El descenso en las previsiones de crecimiento económico de Europa para 1996, junto con la persistente depresión en el Japón y el menor crecimiento de la economía estadounidense ha estado siendo expresado entre distintos análisis del desempeño futuro de la economía internacional y provocando temor de que confluyan las grandes economías en una etapa de recesión casi generalizada. El estancamiento económico europeo provocado por los compromisos asumidos para la unidad monetaria puede contribuir a elevar la fragilidad financiera y con ello presentarse las condiciones para el estallido de una nueva crisis financiera internacional.

Por lo que toca a la trayectoria del ritmo de inversión en las 7 mayores economías, puede observarse que se mantuvieron tasas de inversión en relación al producto por encima del 23% en los años sesenta y setenta. Mientras que desde el inicio de los años ochenta descendieron hacia niveles de entre el 20% y 22%, llegando incluso en los años noventa a situarse por debajo del 20%, como puede verse en la gráfica 5. En la gráfica 4, puede verse que el Japón mantuvo tasas de inversión por encima del 35% en los años sesenta, mientras que en los años ochenta y noventa fluctuaron alrededor del 30%. Alemania inicia los años sesenta con tasas del 28%, en las dos décadas sucesivas éstas se mantienen cercanas al 20%. En el caso de la economía estadounidense, es

importante constatar una tendencia a declinante de la inversión desde los años ochenta.

Es notable el menor nivel relativo de la inversión en los Estados Unidos respecto de las otras dos mayores economías. En ese sentido debe considerarse el hecho de que esta economía realizó durante el periodo una importante expansión de su inversión fuera de sus fronteras. Más aún, debe considerarse el hecho de la creciente importancia de la industria militar, por cuanto que significa, un "retiro de fondos" susceptibles de invertir.

Hacia mediados de la década de los años ochenta, los Estados Unidos tenía un gasto anual en defensa superior a los 260 mil millones de dólares, exportaba armas por más de 10 mil millones de dólares, que representaban alrededor del 11% de sus exportaciones totales, su producción anual de armas se estima en 94 mil millones de dólares, representando alrededor del 34% de la producción mundial. Mientras que la producción de Japón y de Alemania representaba 1.8% y 2.7% respectivamente.²

La industria militar estadounidense parece haber perdido a manos de la competencia japonesa la estrecha relación existente durante muchos años entre ésta y la industria civil. "The relative economic decline of the United States and the decoupling of military industries from the commercial market are

² Keith Krause *Arms and State: Patterns of military producción and Trade*. Cambridge Studies in International Relations: 22. Cambridge University Press, 1992. p. 93. Desde finales de los años sesenta H. Magdoff advertía que: "Y es en medio precisamente de estas corporaciones gigantes en donde encontramos los núcleos principales de operaciones económicas externas y militares. Basta un examen somero de las 50 empresas industriales mayores para mostrarnos los siguientes tipos de firmas muy implicadas en operaciones económicas internacionales y en el suministro de pertrechos militares: 12 en petróleo, 5 en aviación, 3 en productos químicos, 3 en acero, 3 en industria automovilística, 8 en equipos eléctricos y electrónicos y 3 en caucho. Estas 37 compañías componen más del 90% de los activos de las 50 firmas industriales mayores. La comunidad de intereses entre los gigantes industriales en operaciones externas y militares emergen en relaciones que no son habitualmente obvias en términos de las categorías estadísticas usuales. Primero existe la interrelación al través de los centros de poder financieros. Segundo, existen las ligazones económicas directas de los negocios." H. Magdoff. *La Era del Imperialismo*. Ed. Nuestro Tiempo, México, 1969. p. 220.

obviously connected with each other. During the period of US economic hegemony, military research and defence and production encouraged commercial high-tech industries, including aircraft production, satellite communications, fibre optics and computers. The United States could afford to fund both military and civilian technology projects that also interacted with each other. The high level of military spending was 'affordable because the economy was strong, military spending contributed significantly to commercial technologies and military procurement was technologically efficient'. With the relative decline of US economic capabilities this positive equation is now in jeopardy...its impact in the different circumstances of the 1980s seems to have reversed..."³

2.2. COMERCIO Y PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS Y DEL PETROLEO.

El comercio mundial tuvo, al inicio de la crisis de largo plazo, un periodo de expansión muy importante, entre 1969 y 1979, cuando alcanzó tasas anuales de crecimiento (en dólares corrientes) de entre el 15% y 21%, en términos de las exportaciones de las mayores economías, como puede verse en el cuadro 3. En esos años las exportaciones mundiales duplicaron su ritmo de crecimiento, cuando entre 1964 y 1968 aumentaron al 8.7% y en los siguientes 10 años lo hicieron al 19.9%.

Se destaca la dinámica de las exportaciones japonesas en los años previos a la crisis, muy por encima del incremento mundial y su mantenimiento en los setenta a pesar de la revaluación del yen, como puede verse en la gráfica 6. Asimismo, el importante crecimiento de las exportaciones de

³ Raimo Väyrynen. *Military Industrialization and Economic Development: Theory and Historical Case Studies*. United Nations Institute for Disarmament Research, England, 1992. p. 79-80.

Alemania en los setenta aún cuando se revalúa el marco en ese periodo. La revaluación del yen y del marco eleva las cifras de exportaciones de estos países en términos de dólares, al mismo tiempo que los precios de sus exportaciones considerados en dólares aumentan en el mercado internacional.

Las modificaciones en las tasas de cambio nominales de estas monedas pueden alterar aceleradamente su posición competitiva internacional. Sin embargo, en un contexto de inflación en las principales economías, las relaciones de precios también se modifican y pueden ser enfrentados parcialmente los problemas de competitividad que conlleva dicha revaluación. En el mismo sentido actúa el incremento en la productividad acaecido en estas economías.⁴

Por otra parte, la participación de los países subdesarrollados en las exportaciones mundiales no se ha modificado de manera sustancial durante toda la crisis, a su inicio representaba el 25% de las exportaciones totales. Durante los años de aumento de los precios del petróleo, alcanzó su mayor nivel de alrededor del 35%, actualmente significan el 30% de las exportaciones mundiales, al respecto puede verse la gráfica 7.

Entre las siete mayores economías, la posición exportadora también se ha modificado. Los Estados Unidos representan más del 30% de las exportaciones de este grupo de países en 1964, aún antes de los acelerados movimientos cambiarios respecto del dólar, había caído al 26%. Durante los setenta pierde 2 o 3 puntos porcentuales; en los ochenta con altibajos se mantiene en la cifra con que concluyó los setenta, del 23%; llegando en 1993 al 24%. En el caso de Japón, había mejorado su posición en relación a los 7 países antes de los movimientos cambiarios de 1971 en 4 puntos porcentuales. Los ajustes

⁴ En efecto, estos problemas son distintos bajo las condiciones de las tendencias deflacionarias de los ochenta y noventa.

cambiarlos en 1971 no fueron un elemento para que regresara a su posición del inicio de los sesenta y por el contrario durante los setenta mantienen su participación. Es propiamente en los años ochenta y noventa cuando nuevamente crece la posición relativa japonesa, pero ahora desciende más aún la de Gran Bretaña, y en menor medida la de Alemania, Francia e Italia. Al respecto puede verse el cuadro 4.

Es importante señalar el grado de apertura de las mayores economías se ha modificado durante la crisis, como puede verse en el cuadro 5. En el caso de Alemania el peso de su comercio exterior en su economía empezó a crecer en los años previos a la crisis. Tanto sus exportaciones como sus importaciones se incrementaron rápidamente hasta llegar casi al 55% de su producto interno bruto en 1985, para en los años subsecuentes descender, llegando en 1994 a representar el 43%. De cualquier manera, Alemania es entre las tres mayores economías la que presenta el más elevado grado de apertura económica. El comercio exterior del Japón representó entre el 17% y 18% de su producto al inicio de la crisis, llegó a significar casi el 26% en 1980 y, en los años siguientes, al igual que Alemania, inicia su descenso de manera que en 1994 fue el 14% de su producto, menos que al inicio de los años sesenta. Sólo Estados Unidos ha mantenido una tendencia ascendente de su comercio en relación a su producto pasando de casi el 8% al inicio de la crisis al 18% en 1994, recuperando su punto más alto alcanzado en 1980. Al respecto puede verse la gráfica 8.

Así, el descenso del ritmo del comercio mundial desde los ochenta se refleja también en la presencia de las exportaciones en el producto de los tres países señalados. Los Estados Unidos incrementó su nivel exportador desde el inicio de la crisis y hasta 1980, para concluir en 1994 con un 7.6% de exportaciones respecto de su producto, cifra semejante a la que tenía a finales

de los años setenta, como puede verse en el cuadro 6. En Alemania también se eleva rápidamente la relación exportación-producto hasta 1985 cuando casi alcanzó el 30%, desde entonces desciende para 1994 llegó al 23%. En el caso de Japón dicha relación se elevó aceleradamente en los años setenta, para descender desde 1984 y alcanzando en 1993 el 8.6%, cifra muy semejante a la relación existente al inicio de los años sesenta. La gráfica 9 ilustra nuevamente la amplia distancia existente entre Alemania y los otros dos países respecto de su apertura económica, lo cual seguramente apuntará un elemento a considerar bajo la hipótesis de la tendencia a la construcción de bloques económicos.

La declinación del comercio mundial en la segunda etapa de la crisis también puede observarse en el cuadro 3, cuando el ritmo de crecimiento de las exportaciones mundiales desciende a 4.9% y 5.4% en los años ochenta y entre 1990-1994, a pesar del importante ascenso, superior al 8%, en el último año. Más significativa es dicha declinación si se considera que son precisamente esos los años de mayor énfasis en las políticas de apertura comercial. Esta tendencia también se constata en las estadísticas de valor unitario de las exportaciones mundiales, como puede verse en el cuadro 7 entre 1980 y 1986 este indicador cayó en promedio un -2.1%, se recupera entre 1987-1988 y 1990, y para en los siguientes años volver a presentar tasas negativas. La combinación de lento crecimiento tanto de Europa como del Japón estancó el comercio y la recuperación de las importaciones estadounidenses no tuvo el impacto que generó en años pasados. "El estímulo hacia el resto del mundo desde la recuperación norteamericana ha sido más pequeño del que provino de la recuperación del inicio de los ochenta

(1984)...Parte de la explicación se liga a la debilidad del dólar y parte a la recuperación de la productividad de los productores de los Estados Unidos." ⁵

En el caso de la economía de los Estados Unidos es notable el alto grado de correlación que existe entre el comportamiento del producto interno y de sus exportaciones como puede verse en la gráfica 35.

Desde el inicio de la crisis los precios de los productos básicos tiene también dos etapas en su comportamiento. En los años setenta los precios de los productos básicos no combustibles empezaron a crecer, propiamente desde 1974 y hasta 1980 mantuvieron una tendencia al alza. Cayeron tanto entre 1981 y 1986 que regresaron a los precios que tenían en promedio en 1977. Posteriormente, aumentan entre 1988 y 1990 al nivel que tenían en 1979, para volver a caer en los siguientes tres años al nivel de 1978. Al respecto puede verse las gráficas 10, 11 y 12. Los dos choques petroleros en 1973 y 1979 pueden verse en la gráfica 12, como también el descenso en los años ochenta y noventa de su nivel máximo alcanzado en los setenta.

Así, puede constatarse una depresión general de los precios de los productos básicos y del petróleo que hace parte de las tendencias deflacionarias de la crisis desde los años ochenta. Las economías subdesarrolladas han incrementado su volumen de exportaciones pero sólo por esta vía mantienen cierto poder de compra, ya que los términos de intercambio se han deteriorado constantemente desde 1981.⁶ Al respecto señala la UNCTAD que "...Muchos países en desarrollo sufren el descenso en los precios de los productos básicos durante 1993, cuando el índice de precios (incluyendo el petróleo) cayó un 3.5%, después de 5 años consecutivos de declinación. Los

⁵ UNCTAD. Informe sobre Comercio y Desarrollo, 1994, p. 13

⁶ UNCTAD. Informe sobre Comercio y Desarrollo, 1993, p. 15.

términos de intercambio para muchos exportadores de productos primarios continúan siendo muy desfavorables...sin embargo, los precios iniciaron una recuperación en el otoño de 1993...(pero) como es típico de los mercados de estos productos, esas ganancias tuvieron corta vida y muchos productos básicos han estado cayendo en las últimas semanas." ⁷

El descenso en el ritmo de crecimiento del comercio mundial en los años ochenta y los primeros noventa se acompaña de la prefiguración de tres bloques regionales, reforzándose el comercio intrabloque y los acuerdos regionales. De acuerdo con Arturo Guillén: "...la liberalización de los flujos comerciales y de capital cobra importancia al seno de cada bloque, pero en detrimento de los otros bloques y del resto del mundo. La mayor competitividad y las economías de escala conseguidas dentro de cada bloque, no implicaron la creación de mayor comercio y producción, sino más bien la desviación de comercio y producción que se realiza con y en otros países hacia el interior del bloque". ⁸

2.3. EMPLEO.

El nivel medio de la tasa de desempleo en las economías más industrializadas ha aumentado significativamente durante la década de los ochenta y en los años noventa. Incluso en la fase de auge del ciclo económico no alcanza a disminuir a los niveles previos y en la gran mayoría de los países la tasa de desempleo en los noventa duplica al menos la tasa existente en los

⁷ UNCTAD, Informe sobre Comercio y Desarrollo, 1994. p. 16.

⁸ Arturo Guillén, "Bloques regionales y globalización de la economía mundial", en Economía Teoría y Práctica, No. 3. UAM-I, 1994. p. 9. Resulta importante destacar que, como señala el propio autor, "La formación de bloques económicos no significa tampoco la creación de "sistemas productivos regionales", sino la articulación y en muchos casos la subordinación de los sistemas productivos nacionales en crisis a la lógica del sistema de producción de los países líderes". p. 9.

sesenta. Lo cual es cierto tanto para Estados Unidos y la Unión Europea como para Japón, Canadá y Australia. Así, al inicio de los años sesenta, las tasas de desempleo en Estados Unidos giraban entorno al 4%, en los países europeos entre el 2% y 3% y en Japón alrededor del 1%.⁹ Las tasas promedio aumentaron rápidamente en los setenta, en los años ochenta se mantienen y en los noventa incluso crecen más aún, como puede verse en el cuadro 8.

A finales de 1994 se estima una tasa de desempleo en los países de la OCDE de 8.5% de la fuerza de trabajo, unos 35 millones de personas. El Banco de Pagos Internacionales (BPI) estimó que la tasa de desempleo de estos países a finales de 1993 era del 8%, pero que si se agregan los trabajadores con empleo de tiempo parcial involuntario, la tasa de desempleo podría llegar al 12.5%, la cifra podría crecer más aún si se suman los trabajadores que tienen empleo gracias a programas públicos para tal efecto o los que reciben el retiro temprano, con lo que la cifra podría llegar la 15%.¹⁰

Así, durante la crisis de largo plazo, aumenta la tasa de desempleo para colocarse por encima de su nivel histórico. En cada auge cíclico no se recupera el nivel de empleo alcanzado en el anterior. El FMI señala que "El constante aumento del desempleo en casi todos los países industriales durante las dos décadas pasadas trae a la memoria el aumento de la inflación en los años sesenta y setenta."¹¹ Tanto Estados Unidos como Japón y Europa han incrementado su nivel de desempleo sin regresar a los niveles que se tenían al inicio de los años sesenta. Incluso el FMI señala que las previsiones apuntan en el sentido de que las tasas de desempleo seguirán siendo altas durante los

⁹ Como puede verse en: FMI. Perspectivas de la Economía Mundial, mayo de 1994, p. 38.

¹⁰ Informe Anual del Banco Internacional de Pagos 1994. p. 17.

¹¹ FMI. Perspectivas de la Economía Mundial, mayo 1994 p. 38.

próximos años. En el comportamiento de las tasas de desempleo entre los países más industrializados siguen presentes las fuerzas del ciclo económico. Sin embargo, los más altos niveles de éste, aún en el momento de ascenso del ciclo, podrían estar señalando una fuerte tendencia a la obsolescencia de capacidades y talentos como parte del acelerado cambio tecnológico y apuntaría hacia una no tan rápida sustitución por nuevos estratos. Así, el sentido del cambio tecnológico durante la crisis de largo plazo, reflejado en las tasas de desempleo y las nuevas tendencia de empleo, podría estar reforzando la hipótesis de que éste ha venido abriendo la brecha entre una descendente capacidad de empleo y las crecientes necesidades sociales no resueltas. Hecho que hace parte de las tendencias deflacionarias de la crisis de largo plazo, cuando la inversión de racionalidad domina sobre la inversión de capacidad.¹²

El propio Fondo Monetario Internacional elabora una estimación del costo económico del desempleo: "El costo económico y los costos sociales de orden más amplio de los actuales niveles de desempleo, ya sea estructural o cíclico son enormes. El costo económico de largo plazo, medido como porcentaje del PIB es del orden de magnitud igual al de la propia tasa de desempleo."¹³ Esto significa por ejemplo, que en tanto prevalezca una tasa de desempleo del orden del 9% en Europa, el costo económico acumulado a lo largo de 8 años equivaldría a todo el producto generado en un año. Así, "...Las pérdidas de producto de este orden de magnitud en el largo plazo hacen que las

¹² Al respecto puede verse Sergio De la Peña. Y también la propuesta para discusión de Gerard De Bernis. "Por una Política Alternativa: Trabajo para todos en todas partes del mundo", en *Economía Informa* No.221, septiembre de 1993. Facultad de Economía, UNAM.

¹³ Fondo Monetario Internacional. *Perspectivas de la Economía Mundial*, mayo de 1994, p. 39. Al respecto, señala el Fondo que esta estimación supone que las variaciones del capital corresponden en general con las del empleo y que la productividad media permanece invariable. Así, si bien la estimación de un orden de magnitud es imprescindible, también es cierto que los supuestos con que se construye no son válidos.

diferencias temporales entre el producto efectivo y el producto potencial que se producen durante los períodos de recesión parezcan insignificantes." ¹⁴

La participación de los salarios en el ingreso nacional declina en las mayores economías durante la crisis, en especial desde el inicio de los años ochenta, incluso para Japón. ¹⁵ De acuerdo con el BPI, en confrontación con los puntos de vista del FMI, los datos sobre la participación de los asalariados en el ingreso, "...no apuntan a que el excesivo crecimiento en el costo del trabajo sea la causa del alto desempleo en los ochenta", tal y como sostiene el FMI. ¹⁶

El ritmo de crecimiento del costo unitario del trabajo, definido como la diferencia en la variación porcentual de la remuneración por hora y de la productividad, ha caído en los siete países más industrializados comparando los períodos 1976-1985 con 1993-1994. País a país, destaca el descenso del costo unitario del trabajo en los Estados Unidos, y también para Japón y Alemania en 1994, principalmente derivados del bajo nivel de crecimiento de la remuneración por hora, aún cuando la productividad se incrementó considerablemente en 1994, como puede verse en el cuadro 9.

El ritmo de crecimiento en el empleo ha sido muy reducido en las siete mayores economías e incluso negativo en los años noventa, con la excepción de los Estados Unidos en 1994, como puede verse en el cuadro 10. Las

¹⁴ Incluso el Fondo llega a plantear que se justifica un elevado costo por la participación del Estado para corregir en el largo plazo el desempleo. Veamos: "Por el lado positivo, estos ingentes costos económicos implican también que las políticas que reduzcan en forma duradera el desempleo también reditarán beneficios enormes". FMI. *Perspectivas de la Economía Mundial*. Mayo de 1994. p. 39.

¹⁵ Informe Anual del Banco Internacional de Pagos. 1994. p. 24.

¹⁶ Resulta muy interesante el debate abierto entre ambos institutos, especialmente por sus coincidencias en muchos otros puntos del análisis de las tendencias de la economía mundial. Los argumentos del FMI para insistir en la necesidad de flexibilizar el mercado de trabajo en Europa son contundentes y no considera que éste sea un problema de significación en los Estados Unidos. La respuesta del BPI, sin ser explícitamente dirigida al FMI es que los altos costos del empleo no llevan necesariamente a las firmas a no ampliar el empleo y podrían de hecho ser un incentivo para incrementar la productividad o una mayor inversión intensiva en capital.

variaciones cíclicas del desempleo y el producto en las tres mayores economías, puede verse en las gráficas 13, 14 y 15. En el caso de los Estados Unidos se refiere al índice de empleo no agrícola, mientras que para el Japón y Alemania se trata del empleo manufacturero y del empleo industrial respectivamente. En el caso de estos dos últimos países es claro que el incremento en el producto no tiene un correlato de igual magnitud en la creación de empleo. Por cuanto a los Estados Unidos, debe tomarse en cuenta que se trata del empleo no agrícola y que tiene incluidas las cifras de empleo en servicios.

2.4. INFLACION

Las tasas inflacionarias de los 7 países más industrializados aumentaron rápidamente durante los años setenta y hasta 1982, desde entonces el ritmo inflacionario ha venido descendiendo en cada uno de ellos, como puede verse en el cuadro 11. Es especialmente claro en el caso de las tres mayores economías una aceleración en las variaciones de los precios en los primeros años de la crisis y su descenso a partir de 1982, gráfica 16.

La tendencia al descenso inflacionario se ha fortalecido durante los años noventa, en particular en las tres mayores economías es notable en 1993 y 1994, alcanzándose tasas semejantes a las existentes al inicio de los años sesenta, como puede verse en el cuadro 12.

De acuerdo con el BPI, "Otro notable rasgo de la inflación -en los años noventa- es la convergencia que ha tenido lugar a pesar de las grandes divergencias en las tasas de cambio efectivas nominales. En particular, los precios al consumidor han continuado cayendo en los países que, en los

pasados dos o tres años habían experimentado una sustancial depreciación de sus monedas, con lo que la relación entre los tipos de cambio y los precios al consumidor es diferente que la existente hasta hace poco tiempo." ¹⁷

En la misma dirección apunta el FMI en su análisis sobre las amplias variaciones en los tipos de cambio entre las mayores economías de 1993 a 1995, cuando son años de un alto grado de estabilidad en los precios. Así, a su concepto de tipos de cambio regidos por el mercado ha debido argumentar a favor de la presencia de desarreglos. ¹⁸

2.5. TIPO DE CAMBIO Y TASAS DE INTERÉS.

La relación entre las monedas de las principales economías se ha modificado en los años de la presente crisis. En especial, tanto el marco como el yen han tenido una amplia revaluación frente al dólar, como puede verse en la gráfica 17. Las tasas de cambio nominales han estado afectadas sensiblemente por los procesos inflacionarios en cada uno de los países. También, sin duda, han estado expresando la rápida transformación en la posición comercial. En particular, la economía estadounidense, considerada en el largo plazo, a pesar de la devaluación del dólar no ha elevado su posición comercial en la economía internacional y por el contrario su comercio estuvo perdiendo terreno en el intercambio comercial internacional, como puede verse en el cuadro 4.

Podría suponerse que las tendencias de mayor plazo en la paridad entre las monedas de las principales economías deberían de explicarse por los dos elementos antes mencionados: inflación y posición comercial. Sin embargo, los

¹⁷ Informe Anual del Banco Internacional de Pagos 1994 pp. 14-15.

¹⁸ FMI. Perspectivas de la Economía Mundial. Octubre de 1995. p. 32.

cambios en los precios en cada uno de estos tres países a lo largo de la presente crisis no parecen tener una expresión directa en la posición cambiaria. La consideración por parte del FMI de diversas series de precios en la estimación de los índices del tipo de cambio efectivo real y su constante modificación, permite establecer que los cambios en las tasas de mercado en el largo plazo están también siendo afectadas por otros elementos.

Al observar los datos de los índices del tipo de cambio efectivo real, en las gráficas de la serie 20, basados en: 1. costo unitario relativo de la mano de obra, 2. valor unitario relativo de exportación; 3. deflatores relativos al valor agregado; y, 4. precios relativos al por mayor.¹⁹ Puede observarse que el tipo de cambio de mercado de Japón y Alemania se encuentra persistentemente por debajo del tipo de cambio efectivo real en cada uno de los índices construidos durante los años ochenta. Mientras que en los años noventa tiende a encontrarse el tipo de mercado con los distintos índices de tipo de cambio efectivo real.

En el caso de los Estados Unidos, el tipo de cambio de mercado se colocó por encima de los índices de tipo de cambio efectivo real tanto respecto del yen como del marco entre 1979 y 1985 para el primero y entre 1979 y 1990 para el segundo. Frente al yen, el tipo de cambio de mercado del dólar se encuentra por debajo del tipo de cambio efectivo desde 1990, mientras que frente al marco, el tipo de cambio de mercado del dólar desde 1990 se

¹⁹ Estos indicadores del tipo de cambio efectivo real están contruidos por el FMI "...todos ellos de la industria manufacturera, representan el producto del índice de la razón entre el indicador (en moneda nacional) correspondiente al país enumerado y una media geométrica ponderada de los respectivos indicadores de otros 16 países industriales...y el índice del tipo de cambio efectivo nominal que, como los otros indicadores, se calcula ponderando los tipos de cambio de los países enumerados" FMI. Estadísticas Financieras Internacionales. Anuario, mayo, 1994. p. p. 100. En cualquier caso el aumento del índice refleja una apreciación.

encuentra ligeramente por encima de los índices de tipo de cambio efectivo real del dólar.

Asimismo, es clara la tendencia a la apreciación del marco desde 1984-1985 y del yen desde 1985 tanto en el tipo de cambio de mercado como en los tipo de cambio efectivos reales graficados. En el caso del dólar, las estimaciones del tipo de cambio efectivo se encuentran por debajo del tipo de mercado tanto frente al yen como frente al marco, hasta 1985 cuando el Acuerdo Plaza dio paso a una devaluación más acelerada del dólar.

Por su parte, el tipo de cambio de mercado del yen respecto del dólar en su revaluación desde 1991 se podría estar alejando del tipo de cambio efectivo. En particular, la revaluación del yen frente al dólar en 1994-1995 se sucede en el curso de la mayor recesión de esa economía de los últimos años. Desde finales de 1993 hasta abril de 1995 la revaluación del yen fue del 25%, el descenso en su cotización frente al dólar a partir de julio de 1995 llevo a su devaluación en el curso de unas semanas en igual porcentaje. El propio FMI analiza esta amplia variación señalando que la relación yen-dólar salió de sus valores de equilibrio de largo plazo y mantuvo un yen sobrevaluado. En particular reproducido por las pérdidas de inversionistas japoneses en el extranjero en términos de yen.²⁰ Así, bien puede señalarse que son otros los elementos que han estado presentes en los movimientos cambiarios del mercado de estas tres monedas.

La posición cambiaria, aún en el largo plazo está también siendo afectada por las transferencias de capital y las tasas de interés. En particular, durante la presente crisis, cuando se van imponiendo tendencias deflacionistas, la contracción de la inversión productiva y los incrementos en la productividad por la vía de los descensos salariales y la inversión de racionalización. Así, el

²⁰ FMI. Perspectivas de la Economía Mundial. Octubre de 1995.

amplio desplazamiento de capitales por todo el orbe también ha jugado un papel en las tendencias del tipo de cambio de las principales monedas.²¹

Las tasas de interés se han multiplicado en todos los mercados, la diversidad de instrumentos, plazos y denominación monetaria ofrecen una lista enorme del nivel de éstas. Solamente se consideran aquí algunas de las más indicativas del comportamiento de largo plazo en las mayores economías. En esta lectura puede señalarse que entre 1969 y 1981 hay una tendencia clara de incremento en las tasas de interés de bonos del estado en Japón, Alemania y Estados Unidos, con un claro descenso desde entonces, como puede verse en la gráfica 21. Tanto Japón como Alemania mantienen tasas de interés sobre bonos del Estado superiores a las estadounidenses hasta 1976-1977. En ese último año se inicia un claro ascenso de las tasas de interés de dólares, tanto en los Estados Unidos como en el mercado de Londres, como puede verse en las gráficas 22, 23 y 24.

En 1981 se alcanza el nivel más alto de las tasas de interés para instrumentos en dólares, tanto Alemania como Estados Unidos descienden sus tasas de descuento, Japón la conserva estable, pero la inflación se mantiene por debajo de dichas tasas como puede verse en las gráficas 25, 26 y 27. La tasa de descuento de Alemania había mantenido a lo largo de los años de crisis una correspondencia con los movimientos de la tasa interbancaria de Londres para depósitos en dólares. Sin embargo, desde 1989 la tasa de descuento no disminuye, sino incluso tiende a aumentar mientras la tasa en dólares continúa en descenso. Por su parte, la tasa de descuento japonesa

²¹ A manera de ejemplo, del tipo de elementos presentes en las variaciones en las cotizaciones cambiarias de largo plazo, puede señalarse que en la canasta de cinco monedas que establecen el valor del los DEG, la participación del dólar de Estados Unidos es del 40% aún cuando su presencia en el comercio entre las mayores economías no llega al 25%. FMI. Estadísticas Financieras Internacionales. Anuario, 1994. p. S-xi

acorta el diferencial con la interbancaria en dólares desde ese mismo año que se acompaña de una persistente revaluación del yen desde entonces.

Así, desde 1989-1990 puede constatarse una relativa separación en las tendencias en las tasas de descuento de los tres países, como puede verse en la gráfica 28 mientras en Japón y Alemania aumentan, en Estados Unidos descende. Hacia 1994 nuevamente el gobierno estadounidense inicia un ascenso en sus tasas de descuento, acompañado de Alemania, abriéndose la brecha entre ésta y la inflación local, mientras que Japón permanecen a la baja en medio de una prolongada recesión.

2.6 INVERSION EXTRANJERA Y EMPRESAS TRANSNACIONALES.

A reserva de efectuar una revisión más profunda de los distintos conceptos de globalización y desregulación financiera, como se hace en el cuarto capítulo, por el momento se presenta un análisis de algunas de las tendencias económicas que en la presente crisis están permitiendo hablar de globalización, internacionalización y regionalización.

Ciertamente, el rápido crecimiento del comercio mundial principalmente en los años setenta, y la fuerza de la expansión extraterritorial de grandes capitales y consorcios, -a través de adquisiciones en el extranjero, inversión de Empresas Transnacionales, colocaciones financieras de todo tipo en los centros financieros-, ha permitido señalar la presencia del fenómeno de la globalización de la economía, en un primer acercamiento a esta dinámica no conclusiva.

La tendencia a la internacionalización del capital había sido identificada y documentada en gran número de trabajos en el presente siglo y, en especial,

venía siendo sencillo establecer en los hechos una importante internacionalización del capital en el período de posguerra. Sin embargo, desde finales de los años setenta puede encontrarse en la literatura económica que, a partir del diagnóstico de una mayor interpenetración de los mercados financieros y una rápida relocalización de la planta productiva de las empresas transnacionales, se establece una tendencia a la globalización económica creciente. Llegando incluso a plantearse la idea de que se está conformando un sistema de producción internacionalmente integrado.²² O bien que se está configurando lo que sería propiamente hablando una economía mundial.²³

Las principales tendencias de la inversión extranjera directa y de las actividades de las empresas transnacionales ofrecen una ilustración del alcance y contenido de la llamada "globalización" y en especial lo que podrían llegar a ser sus tendencias en el futuro inmediato. Aunque el análisis estadístico, como ya se ha señalado, presenta limitaciones procedentes de los problemas de cuantificación asociados a la propia inflación, los amplios movimientos cambiarios, las operaciones que, con objetivos fiscales, son facturadas fuera de la matriz, etc., es útil una lectura de las principales tendencias.

Por ello, en las líneas siguientes se hace una exposición de los cambios fundamentales que en ambas se han sucedido en los últimos años y de la posición de las Empresas Transnacionales en la producción y el comercio mundial.

²² UNCTAD. World Investment Report, 1994.

²³ Entre otros puede verse la polémica entre Michalet y De Bernis, quienes argumentan en sentido opuesto acerca de las tendencias a la formación de una economía mundial. En particular los siguientes trabajos: Charles-Albert Michalet "transnational Corporations and the Changing International Economic System", en *Transnational Corporations*, vol. 3 n.1, febrero de 1994, Ginebra; Gerard De Bernis, "Economie Mondiale: Les Contradictions de la Crise"

La inversión extranjera acumulada mundial creció durante los años sesenta y hasta 1975 a un promedio anual de casi 10%. Los períodos de mayor crecimiento relativo durante la crisis son la segunda mitad de los setenta, con un promedio anual del 13% y la segunda mitad de los ochenta donde casi alcanza un promedio anual del 20%. Sin embargo, las tasas medias de crecimiento anual de dicha inversión se encuentran por debajo de la dinámica del comercio mundial en los sesenta y setenta. Es propiamente en los años ochenta y noventa, cuando existe en menor ritmo de crecimiento del comercio mundial, que la inversión extranjera directa posee mayor relevancia, como puede verse en el cuadro 14.

Los flujos de inversión extranjera tuvieron una fuerte contracción entre 1991 y 1992 para reiniciar su crecimiento desde 1993, como puede verse en el cuadro 15. Esta reducción de los flujos anuales de inversión extranjera se explica principalmente por una disminución de la inversión externa del Japón y en menor medida de la procedente de los países europeos hacia los Estados Unidos, cuadro 16. Con la recuperación de la IED en 1993, los Estados Unidos nuevamente se colocan como el país de mayores salidas de capital por este concepto, 50 mil millones de dólares, cuadro 17.

La otra característica que prevalece es que la mayor parte de los flujos de capital se efectúan entre los propios países desarrollados, cuadro 18. Siendo además, unos 10 o 15 países en desarrollo los receptores de la gran mayoría de capitales que este grupo de países, cuadro 19.

Así, frente al lento crecimiento mundial de los ochentas y noventas y el dinámico comportamiento de la inversión extranjera en esos años, ha sido posible para algunos análisis sostener que los cambios en las relaciones económicas internacionales apunta un polo de crecimiento hacia el comercio mundial y la globalización económica. Sin embargo, las evidencias del

creciente proteccionismo, el limitado alcance de las conclusiones de la ronda de Uruguay y los conflictos entorno a la Organización Mundial de Comercio obligan a un análisis más detenido de las características de dicha expansión y sus tendencias más recientes.

En la primera mitad de los años ochenta, los flujos de inversión extranjera se contrajeron como parte de la dinámica descendente del crédito y de la inversión en las mayores economías. Durante la segunda mitad de los ochenta, como puede verse en el gráfica 34, estos flujos crecen muy por arriba de la recuperación de las economías desarrolladas. En particular, se cuadruplica el promedio anual de dichos flujos entre los países desarrollados y se duplican para el caso de los países subdesarrollados. Hacia los noventa la recuperación de estos flujos se sucede en aquellos dirigidos a los países subdesarrollados, entre estos últimos diez países concentran el 72% de la inversión extranjera directa acumulada. (Véase el cuadro 19).

Los países subdesarrollados alojan el 21.5% de la inversión extranjera acumulada y el resto es recibida por los propios países desarrollados, quienes además son el origen del 96% de dicha inversión.

Entre los cinco países con mayores flujos de salida de inversión, destaca la menor participación relativa de los Estados Unidos durante la segunda mitad de los años ochenta, estimándose que explica en 1992 el 25% de la inversión extranjera acumulada, como puede observarse en el cuadro 20. Mientras que Alemania y Japón elevaron su posición relativa, el primero en los setenta y el segundo en los años ochenta. Sin embargo, se sucedió una fuerte contracción de los flujos procedentes del Japón, durante 1992 y 1993, al punto de representar en este último año el 6%. (Véase el cuadro 17) La declinación de estos flujos salidos del Japón, pero también de Alemania y Francia esta vinculada al importante descenso en la actividad económica de estos países y

a una caída de las inversiones de Japón en los Estados Unidos (Véase cuadro 16).

Para alcanzar a tener una idea de magnitud del impacto de los flujos de inversión extranjera directa en los países que los reciben, puede observarse el cuadro 21. Para los Estados Unidos destaca el hecho de que alcanzó a representar el 7.1% de la formación bruta de capital fijo durante la segunda mitad de los ochenta, cifra especialmente alta para un país desarrollado (a excepción de Gran Bretaña y Canadá que tienen una importante trayectoria de integración a la zona dólar). Mientras Japón y Alemania se mantienen con muy bajos niveles de incorporación de inversión extranjera como lo muestra las cifras del citado cuadro 21. Algunos de los países de las zonas de influencia de los tres mayores han visto incrementar el peso de estos flujos en su formación de capital.

Por otra parte, los países que mayor inversión extranjera han acumulado fuera de sus fronteras son, en ese orden: Estados Unidos, Japón, Gran Bretaña, Alemania, Francia y Holanda, como puede verse en el cuadro 18. Sin embargo, de éstos los que han incrementado más aceleradamente sus inversiones directas fuera de sus fronteras son Japón y Francia.

Además de este grupo de países con larga trayectoria de expansión de las empresas radicadas en ellos, se advierte un fenómeno reciente, varios países de escasa significación en este renglón al inicio de los ochenta, han modificado su posición relativa, tal es el caso de: Italia, España, Bélgica y Luxemburgo, Suecia y Australia.

Resulta significativo que sumando a la IED de Alemania solamente la de Holanda, su posición se coloca por encima de Japón y sólo por debajo de los Estados Unidos. Aunque si le agregamos la IED de Bélgica y Luxemburgo, Dinamarca, Austria y Suiza, la distancia se acorta a un 10%, mientras que al

inicio de los ochenta esta misma suma representaba la mitad de la inversión americana en el extranjero. Respecto del Japón, aún agregando la IED de Malasia, Hong Kong, Corea, Taiwan y Tailandia, no alcanza el lugar de Alemania y Holanda juntas. Apuntándose así nuevos datos para sostener la hipótesis de la tendencia a la formación de bloques económicos, en donde la región entorno a Alemania parece estar mucho más desarrollada.

Puede identificarse un fuerte crecimiento de los flujos de inversión de origen japonés pero, a diferencia de los de Alemania, éstos proceden muy particularmente de empresas localizadas en Japón y no de países de su incipiente región. Mientras que a su vez Japón ha recibido una escasa inversión foránea.

Sin embargo, podría obtenerse un panorama más completo si se revisan las cifras de las características de la expansión de las empresas transnacionales (ET) en los últimos años.

El universo de las empresas transnacionales se componía a fines de 1990 de, al menos, 37 mil empresas que controlaban más de 200 000 filiales extranjeras. De las 37 mil señaladas, unas 26 mil proceden de los 14 países más industrializados. Las filiales extranjeras generaron ventas por más de 4.8 (trillions) billones de dólares, en 1991. Ligeramente mayor que el comercio mundial de productos y servicios no factoriales, y se estima que un tercio de estas ventas son comercio intrafirma.

Las 100 mayores empresas transnacionales cubre un universo de actividades económicas y poseen una gran significación en la producción y en el comercio de casi todo el orbe. "La influencia de las mayores transnacionales en el producto, el empleo, los patrones de demanda, tecnología y relaciones industriales no debe ser subestimada: las mayores 100 empresas transnacionales del mundo, en función de sus activos extranjeros, poseen 3.4 (trillions) billones de

dólares de activo global en 1992, del cual 40% son activos localizados fuera de sus países de origen. Las 100 mayores controlan cerca de un tercio de la inversión extranjera acumulada." ²⁴

Como es característico, más del 90% de las empresas matrices se encuentran en los países desarrollados, mientras que en los países subdesarrollados se encuentran casi la mitad de las filiales. Comparado con la menor presencia de inversión extranjera acumulada en este último grupo de países, se puede suponer que la inversión en las filiales en los países subdesarrollados es significativamente menor. Como se señala por UNCTAD, "...el tamaño promedio de la inversión extranjera acumulada por filial en los países desarrollados (17.3 millones de dólares) es mayor que en los países subdesarrollados (4.3 millones de dólares)." ²⁵

Entre las 100 mayores se encuentran 29 norteamericanas, 16 japonesas, 48 europeas de entre las cuales son 10 de Gran Bretaña, 11 de Francia, 9 de Alemania, y 6 de Suiza.

Dejando de lado las grandes compañías petroleras, las mayores estadounidenses son General Motors, Ford y General Electric, con mucho lejos de sus similares japonesas y alemanas, aunque tienen en común que las mayores de cada uno de estos países están ubicadas en las mismas ramas de actividad principal: automotriz y electrónica.

Entre estas 100 mayores hay 4 cuya actividad principal se ubica estadísticamente (la actividad principal es la que consigna Fortune) en la computación, 3 de las cuales son americanas y 1 japonesa; 7 de alimentos bebidas y restaurantes de las cuales 4 son americanas; la mayor en la industria

²⁴ UNCTAD. World Investment Report, 1994. p. xxi.

²⁵ UNCTAD. World Investment Report. Ibid. p. 5.

química no alcanza los 40 mil millones de dólares de activos, la mayor en alimentos del orden de los 50 mil millones de dólares. "Controlando tal nivel de activos y de inversión extranjera acumulada, las 100 mayores transnacionales tienen un impacto considerable tanto en los países de origen como en los países donde ubican sus filiales, en producción, patrones de demanda, tecnología y comercio, empleo y prácticas laborales." ²⁶

Sumando los activos domésticos y los activos en el extranjero alrededor de un tercio del producto mundial está bajo el control de las empresas transnacionales, con lo que se puede potencialmente hablar, según la UNCTAD, de un sistema de producción internacional integrado potencial que sería el corazón productivo de la globalización de la economía. ²⁷

Ahora bien, se estima que dichas empresas transnacionales emplean a 73 millones de personas tanto en sus países de origen como en el extranjero. Lo que representa cerca del 3% de la fuerza de trabajo mundial, y cerca del 10% del empleo pagado en actividades no agrícolas, y casi un 20% considerando únicamente a los países desarrollados. Además, se ha estimado que generan un empleo indirecto de igual proporción o quizá más. La importancia del empleo indirecto que estas empresas posibilitan podría haber crecido en los últimos años cuando estas empresas emprenden procesos de reestructuración y concentran su producción en los segmentos del mayor valor agregado y desconcentran en otras empresas no necesariamente filiales, el abastecimiento de insumos diversos, sea a través de la subcontratación o simplemente de proveedores externos. Así, una estimación conservadora del total de empleos

²⁶ UNCTAD. World...Ibid. pp. 5-8.

²⁷ Véase UNCTAD. World...Ibid. p. xxii.

asociados con las empresas transnacionales podría ser de 150 millones al inicio de 1990.²⁸

Así, las empresas transnacionales han venido incrementando más lentamente su empleo que su inversión. Ello puede explicarse, entre otros hechos, porque las empresas están ocupando tecnologías ahorradoras de mano de obra, se han intensificado el establecimiento de arreglos de subcontratación internacional o nacional que generan empleo fuera de las propias empresas transnacionales, y los esfuerzos de las empresas de reducir los costos a través de la racionalización y el menor tamaño del empleo. "De hecho, el empleo total en el sentido amplio de las mayores transnacionales industriales al finalizar los 80's fue menor que en 1980 y es posible que haya declinado desde entonces. Sin embargo, consideradas todas las empresas transnacionales, el empleo total en ellas ha crecido un poco."²⁹

Las empresas matrices de las corporaciones suman cerca de dos tercios del empleo directo total. Durante los ochenta y principios de los noventa, tuvo lugar un limitado crecimiento en el empleo directo en las corporaciones y éste se concentró en las filiales. Por ejemplo, en las matrices estadounidenses entre 1985-1990 cayo ligeramente, mientras que en sus filiales creció.

La mayor parte del incremento del empleo en las filiales tuvo lugar en las ubicadas en las economías en desarrollo, pasando de 7 millones en 1985 a 12 millones en 1992. Una parte considerable de este número de empleos están concentrados en el este y el sureste de Asia, en particular en China y en las zonas exportadoras en esa región. El nivel de empleo en las filiales permanece bajo en la mayoría de los países en desarrollo. Aunque estas empresas llegan a

²⁸ Puede verse UNCTAD, World...Ibid. p. xxiii.

²⁹ UNCTAD. Ibidem, p. xxiii

representar, según la UNCTAD un quinto o más del empleo pagado total en la manufactura en un buen número de países en desarrollo.³⁰

Sin embargo, en muchos de los análisis contemporáneos se insiste en que la apertura hacia el capital extranjero es un componente esencial para el crecimiento económico, a pesar de su escaso impacto en la generación de empleo. Por su parte la UNCTAD señala que: "En el contexto actual de competencia global creciente y producción internacional integrada, la clave de la política a seguir es como atraer o retener actividades de valor agregado como el medio para maximizar la contribución de largo plazo de las empresas transnacionales a las capacidades de producción nacionales mientras se mantienen niveles de empleo local deseados."³¹

A pesar de su reducido impacto en el empleo, se ha estimado que el comercio intra-firma es uno de los elementos más dinámicos del comercio mundial. Estos dos elementos han concitado a analizar mayormente la presencia de las empresas transnacionales en las economías subdesarrolladas. La posibilidad de incrementos en la productividad a través de la incorporación tecnológica y de inversión de estas empresas es limitada particularmente hacia las economías subdesarrolladas, dado el bajo nivel de inversión media de las filiales. De manera que ha sido relativamente poco el impacto de éstas empresas en la necesaria incorporación de nuevas tecnologías.

Por otra parte, su presencia en el crecimiento del comercio exterior de las economías subdesarrolladas en las que se establecen filiales, en la medida en

³⁰ También se ha señalado en reiteradas ocasiones que la desigualdad entre las empresas de suyo internacionales con los sindicatos con un radio de acción mucho más nacional. Esta asimetría asume un papel importante en las últimas décadas, porque con la mayor apertura y desregulación de los mercados, las empresas poseen una gran flexibilidad de mover sus activos productivos. Así, la mera percepción de relocalización entre los sindicatos tiene implicaciones sobre la efectividad de éstos, tanto para organizarse como para tomar acciones. Véase UNCTAD. World...Ibid. p. xxiv.

³¹ Véase UNCTAD. World...Ibid. p. xxvii

que una parte significativa de éste se trata de comercio intra-firma, concita a pensar que los frutos de la elevación de la productividad son trasladados hacia los países en donde se ubican las matrices. Así, puede apuntarse la idea presente en distintos análisis de la escasa significación de la implantación de filiales en estos países, respecto del avance para la creación o consolidación local de la planta productiva.

FALTA PAGINA

No. 74

A la 77

CAPITULO III

LAS CRISIS FINANCIERAS INTERNACIONALES

INTRODUCCION

Respecto del acercamiento más bien histórico de la desregulación financiera, en este tercer capítulo, la idea es alcanzar una lectura de los orígenes de la desregulación vinculada a la trayectoria misma de la crisis. Explicarla en el contexto de la lucha, en la confrontación abierta entre los capitales, en el transcurrir de la competencia. Las sucesivas crisis financieras internacionales aparecerían así comprendidas como momentos de agudización de dicha competencia, acompañadas de cambios en la organización de los mercados y de los intermediarios mismos. El papel de los gobiernos y de las instituciones internacionales buscando articular respuestas en un amplio abanico de propuestas de concertación monetaria y reguladora con éxitos parciales.

Una reconstrucción como ésta pretende establecer los elementos para una crítica a algunas de las visiones más apologéticas de la desregulación, en donde ésta aparece como un constante acercamiento al "libre mercado", donde los recursos llegaran a asignarse eficazmente por medio del mercado y sin regulaciones. Este capítulo de revisión histórica busca ser de utilidad para establecer una mejor comprensión del sentido mismo de la "desregulación", en donde la normatividad continua jugando un papel muy importante y la

intervención del Estado se ha modificado, pero no tiende a desaparecer. Con este acercamiento se pretende ofrecer algunos elementos para la comprensión del papel del Gobierno y de los capitales estadounidenses en todo el proceso desregulador. Aunque parezca paradójico, la amplia confrontación económica y política entre los propios capitales de ese país y su lucha por expandirse en el mundo durante la crisis ha venido jugando un papel significativo en la desregulación, pero también en la "reregulación".¹

La evaluación de las transformaciones acaecidas en los mercados financieros internacionales y en particular sus resultados por cuanto a la desregulación y regulación es una tarea en curso. Su consideración sólo puede efectuarse reconociendo una relación compleja entre la economía, política y mercados financieros, de manera que en gran medida la reestructuración de los últimos responde a las tensiones y cambios de los primeros. Asimismo, debe tomarse en cuenta que en el mundo económico, la historia de los cambios en la organización de los intermediarios financieros no constata invariablemente una mayor eficiencia relativa. De manera que los sistemas financieros van adquiriendo rasgos particulares en diferentes períodos en relación íntima con la estructura económica y política que les sustenta.

En ese sentido un economista del Banco de la Reserva Federal de St. Louis señala que: "Unfortunately, the prestige of Darwinism has become so great that economists tend to reverse the logical process by using the various systems' orders in the historical sequence as the basis for efficiency comparisons. (If only the fittest systems survive, then the systems that survived at each stage

¹ Fueron las autoridades financieras estadounidenses quienes promovieron la creación del Comité de Basilea y en los noventa son quienes han impulsado cambios en la normatividad para la supervisión de filiales bancarias extranjeras. Asimismo, ha sido muy importante la desregulación del mercado de ese país para la expansión de la colocación de títulos extranjeros en su propio mercado, como puede apreciarse en las sucesivas páginas de este capítulo.

must have been the fittest.) The disappearance of older systems is regarded as compelling evidence that they were less efficient than their successors." ²

Antes de iniciar la lectura histórica de las crisis financieras internacionales, se efectúa una revisión del papel de la moneda y del banco central en la constitución de los espacios económicos en el capitalismo y del concepto mismo de crisis financiera.

3.1 LA BANCA CENTRAL Y MONEDA: SU PAPEL EN LA COHERENCIA DE UN ESPACIO ECONOMICO.

El desarrollo de un aparato productivo consistente es la base de la posibilidad de una moneda de homogenizar el intercambio en cierto espacio económico. La dominación internacional de la libra durante más de un siglo estuvo sustentada en la configuración de una estructura productiva coherente a partir del dominio sobre la producción de hierro y carbón y su correspondiente tecnología. Así, Gran Bretaña pudo tener un control del comercio internacional a través de su flota mercante y de la inversión extranjera directa a través de su sistema bancario.

"La supremacía mundial de la banca británica no fue, después de todo, una cuestión de voluntad o de mera competencia técnica, sino parte integrante del monopolio de la Gran Bretaña sobre el comercio internacional, y de su supremacía como potencia colonial. Hasta la década de 1880, los bancos británicos virtualmente no tenían competidores en la financiación del comercio internacional, fuera del continente europeo." ³

² En Steven Russell, "The U.S. Currency System: A Historical Perspective", en Federal Reserve Bank of St. Louis, Septiembre-Octubre, 1991, Estados Unidos. pp. 58-59.

³ Harry Magdoff. La Era del Imperialismo. Ed. Nuestro Tiempo. México, 1969. p. 83.

La conferencia monetaria del siglo pasado en la que la propia Gran Bretaña deseaba convertir a la libra en la moneda universal fracasó en gran medida porque estaba perdiendo su primacía productiva y tecnológica y su espacio económico se estaba resquebrajando, frente al ascenso de sus rivales, lo que cuestionaba profundamente su capacidad de constituir una verdadera economía mundial entorno propio. Un momento en que se habían desarrollado con fuerza otros espacios productivos que avanzaban rápidamente hacia su coherencia.⁴

La dominación internacional de dólar se sustentó también en la configuración de una estructura productiva coherente con la dominación en la producción de energía y petróleo, la industria militar, química industrial, industria automotriz, aeronáutica y comunicaciones. La expansión de la inversión estadounidense externa en la posguerra fue acompañada por los mayores bancos comerciales.

"La cuestión clave que hay que comprender aquí es la de la cohesión potencial impuesta por este compromiso del mundo capitalista con el dólar. El papel mundial del dólar ha venido a ser el de uno de los instrumentos principales de control que los Estados Unidos procuran ejercer sobre el mundo capitalista."⁵

Así, la expansión internacional de los intermediarios financieros ha acompañado a la penetración de las empresas británicas y en su momento a los conglomerados de los Estados Unidos por el mundo. Su moneda se impone

4 Después de las crisis financieras de 1864 y 1866, en 1867 en ocasión de la Exposición Universal se convocó a una Conferencia Monetaria Universal, Bagehot sabía de las "ventajas de una moneda universal no sólo como medio de cambio sino como unidad de cuenta", Gran Bretaña trató, en efecto, de imponer una unidad de cuenta mundial, sin embargo, esta visión era poco realista. Al respecto puede verse: G. De Bernis y M. Bye. Op. Cit. p. 513.

5 H. Magdoff. La Era del Imperialismo. Ed. Nuestro Tiempo. México, 1969. p. 105.

como patrón de intercambio por la fuerza económica y política de ambas naciones. Por ello, concebir una tendencia a la configuración de una moneda "mundial" implica desconocer, en la economía internacional contemporánea, la existencia de fuerzas e intereses económico-políticos en conflicto, asociados a estados nacionales capaces de representarlos. En períodos de crisis, dichos estados padecen de crisis políticas recurrentes, sin embargo, su papel en la organización de un espacio económico y de la fuerza de trabajo no alcanza a ser sustituido por la fuerza del capital por sí misma.

Una reestructuración monetaria mundial que pretendiera avanzar hacia la configuración de una moneda "mundial", en un futuro previsible, estaría condenada al fracaso. Asimismo, puede decirse que la estabilización de los espacios económicos, de sucederse en los próximos años requerirá de reestablecer cierta "norma" de intercambio entre las principales monedas de los espacios económicos en configuración. Resulta interesante recoger las siguientes palabras al respecto:

"Podemos preguntarnos por qué, después de cien años de conferencias monetarias internacionales, los hombres no han resuelto aún sus diferencias. La respuesta reside en una palabra: poder. Sobre eso han tratado las conferencias monetarias internacionales a lo largo de cien años. La 22a. reunión del Fondo Monetario Internacional Celebrada en Río, en la que se recomendó un nuevo dispositivo para crear liquidez internacional, no constituye excepción a esta norma general." ⁶

En la lectura que ofrecen De Bernis y M. Bye, sobre este punto, se considera que en su espacio económico, una moneda impone su propio

⁶ Eugene A. Birnbaum, *Gold and International Monetary System: An Orderly Reform*. Princeton Essays in International Finance No. 66, Princeton, abril de 1968. Citado por H. Magdoff, op. cit. p. 130. El señor Birnbaum era jefe de economistas de la Standard Oil Company de Nueva Jersey.

sistema de evaluación en los diferentes países que le constituyen e incluso a través de las monedas locales, mientras que éstas se convierten en un signo de la moneda dominante. Una moneda es aceptada como medio de pago entre los países e incluso es tomada como moneda de reserva entre países fuera del espacio económico que domina. Por ello, las posibilidades de control monetario y crediticio de la Banca Central quedan estrechamente vinculadas a las condiciones de consolidación de un espacio de dominación propio.

"El poder estructurante de la Banca Central inglesa se afirma al mismo tiempo que se desarrolla la coherencia de las estructuras productivas sectoriales y regionales."⁷

Puede decirse que una moneda dominante requiere de:

1. una base productiva con alguna coherencia, y en donde a través de ella se imponga un sistema de evaluación a todas las mercancías del espacio económico;
2. que sea recibida en el comercio internacional por otros países fuera de su zona de dominación;
3. que pase a formar parte de las reservas internacionales de países fuera de su área de influencia;
4. que los movimientos en las tasas de interés reguladas por el banco emisor traigan consecuencias sobre el resto del mundo.⁸

En la segunda mitad del siglo pasado, la unificación alemana es un ejemplo reciente del papel de la moneda en la configuración de un espacio económico. La industria y la burguesía alemana para consolidarse requerían de un estado-nación que garantizase orden y libertades internas y les representase

⁷ Al respecto puede verse Maurice Bye y Gerard Destanne de Bernis. *Relations Economiques Internationales*. Ed. Dalloz, Cinquieme edition, Paris, 1987. pp. 509-510.

⁸ Tomado de M. Bye y G. De Bernis...Op. Cit.

en el extranjero para gozar de la protección del derecho internacional, incrementar las exportaciones de la pujante industria y consolidar así su presencia en el mercado mundial. Pero además, de una moneda única, un equivalente general que les permitiera homogenizar los intercambios internamente y negociar una posición frente al resto de las monedas en el mercado mundial.

Engels lo relata de la siguiente manera: "Pero la existencia de una multitud de pequeños estados alemanes, con muchas y diversas leyes comerciales e industriales, estaba destinada a convertirse en un intolerable grillete sobre la poderosa industria en desarrollo y sobre el comercio creciente a que estaba vinculada..."⁹ El autor agrega a renglón seguido como un atributo necesario para el desarrollo pleno de la organización económica de la burguesía, la configuración de un estado-nación capaz de garantizar la capacidad burguesa de explotar de manera irrestricta a la fuerza de trabajo. En resumen: código civil y leyes comerciales que garanticen plena libertad de movimiento de mercancías y fuerza de trabajo.

"En cada estado y pequeño estado había, además, diferentes monedas, pesos y medidas, a menudo de dos a tres distintos tipos en un mismo estado. Y ni una sola de estas incontables variedades de monedas, pesos y medidas era reconocida en el mercado mundial. Como consecuencia, los comerciantes y los fabricantes que traficaban en el mercado mundial o que tenían que competir con bienes importados, se veían obligados, además de usar todas estas diferentes monedas, pesos y medidas, a usar también monedas, pesos y medidas extranjeras...¿Y cómo iban a funcionar las grandes instituciones de crédito en estas regiones monetarias tan pequeñas con cuentas bancarias en

⁹ Engels, *El Papel de la Violencia en la Historia*. Ed. Hadice, México 1971. p. 28.

florines aquí, en táleros prusianos por allá, junto con táleros de oro, táleros "nuevos de dos tercios", Mark Banco, Mark Carrant, monedas de 20 florines, monedas de 24 florines... y todo ésto complicado por interminables cálculos monetarios y fluctuaciones en las tasas de cambio?"¹⁰

En la economía internacional desde la dominación británica hasta nuestros días, el intercambio se funda en relaciones de poder económico y político, entre naciones o regiones dominantes y dominadas. Como señala F. Perroux "La historia y la sociología nos han dado un precioso servicio mostrando como el crecimiento económico del mundo ha sido por la acción de economías nacionales sucesivamente dominantes."¹¹

El crédito internacional tampoco se distribuye en arreglo a las tasas de interés, únicamente, ni según las condiciones o medios nacionales del crédito, ni según la capacidad exportadora de prestatario. Esto es, no se distribuye únicamente bajo la forma de un mercado concurrencial. En esta idea se trata de "...la expansión del esfuerzo posible para financiar la más grande especulación global de la historia del mundo. Esta expansión depende de la capacidad que tenga el Estado responsable de la economía dominante de influenciar las cantidades globales estratégicas que son su inversión total y la fracción que esta destinada a la inversión exterior."¹²

Así, se concibe que en las relaciones económicas internacionales entre distintos espacios económicos el intercambio de mercancías y del crédito mismo no está regido por una norma de precios, sino por una relación de poder

10 Engels. El Papel de la Violencia en la Historia... Op. Cit. pp. 28-29.

11 F. Perroux L'Economie XXème Siècle. Prensa Universitaria Francesa, París, 1964. p. 28.

12 F. Perroux L'Economie XXème Siècle. Prensa Universitaria Francesa, París, 1964. p. 78. Para una crítica a la teoría del equilibrio general en el campo de las relaciones económicas internacionales puede verse el trabajo de F. Perroux L'Economie XXème Siècle. Prensa Universitaria Francesa, París, 1964. pp. 25-82.

económico y político, en donde la moneda y el crédito son los medios de configuración y expansión de dichas relaciones. Para decirlo en otras palabras:

"Al seno de un sistema productivo los intercambios se hacen en una moneda y es la función de la moneda normar un sistema productivo homogeneizando los trabajos concretos. De un sistema productivo a otro, los intercambios son del orden de trueque, igual si el equivalente reconocido de hecho es la libra esterlina o el oro, permite dar a este trueque una 'forma' monetaria, o bien se acompaña del crédito." ¹³

El desorden monetario con que se inició la actual crisis no aparece por razón de malas políticas económicas o por errores de supervisión. Surge porque el proceso de financiamiento de la inversión productiva encuentra obstáculos para continuar cuando la tasa de ganancia esta cayendo, como puede verse en la gráfica 37 ¹⁴. Por ello, no es casual que la crisis actual haya iniciado como crisis monetaria a fines de los años sesenta, ni que haya llevado justamente a una crisis del dólar. Los términos de intercambio entre las mayores economías se rompieron abruptamente con la declaración de inconvertibilidad del dólar. Las condiciones de operación de los Bancos Centrales, para controlar su moneda y crédito se vieron rápidamente modificadas.

"En el presente orden internacional, caracterizado por un centro dominante o un conjunto de centros en una estructura jerárquica, el financiamiento internacional es la clave para el funcionamiento normal de la economía internacional. Cuando las monedas son mantenidas dentro de un estrecho margen de relación de una con otra y, a su vez, cada una individualmente con respecto a una moneda clave en la estructura jerárquica,

13 M. Bye y G. De Bernis...Op. Cit.p. 511-512.

14 Al respecto pueden verse los trabajos de: Martin Wolfson, *Financial Crises*, New York, 1986. M.E. Sharpe; Merih Uctum. "The evolution and Determinats of Corporate Profits: An International Comparison.", en Federal Reserve Bank of New York, Research Paper n.9502, marzo de 1995.

entonces las reacciones de la balanza de pagos a las operaciones del banco central de un país central, son demasiado rápidas y seguras como para que los cambios en los precios relativos, que componen el mecanismo del precio del flujo del dinero de la literatura económica, sean efectivos. El mecanismo de equilibrio de la balanza de pagos está básicamente dentro de los sectores financieros, no en los ingresos relativos ni en los niveles de precios relativos de los bienes que se comercian, tal como sostiene la teoría tradicional." ¹⁵

Una de las condiciones de operación de Bretton Woods era que los Estados Unidos fuesen capaces de mantener una posición superavitaria, siguiendo a Minsky: "El principal requisito para que un sistema financiero internacional funcione fácilmente, es que el centro o el país clave sea capaz de generar un flujo neto de dinero a su favor, por medio de sus propias acciones. Esto básicamente significa que el país central debe poseer un superávit neto en sus préstamos. El país central puede mantener su operabilidad como centro si presta a corto plazo y aún a largo plazo. Sin embargo, a medida que concede préstamos de corto y largo plazo, normalmente el flujo de caja establecido en la operación funciona en contra del país central. No hay forma de evitar este dilema, excepto con el establecimiento de un centro con una posición fuerte en su balanza de pagos. La actual posición débil del dólar indica que los mercados financieros internacionales dominados por el dólar, están en dificultades." ¹⁶

La política monetaria y crediticia de los Bancos Centrales paso a operar en un contexto muy diferente y se fue encontrando con resultados inesperados e incluso con muy poca efectividad. En particular, cuando el control de la

15 Minsky, "La Banca Central y el Comportamiento de una Economía", en El Papel de la Banca Central en la Actualidad. Comp. de León Bendesky. Ed. Cemla. México, 1991. p. 181.

16 Minsky, "La Banca Central...Op. Cit. p. 182. El trabajo fue presentado por Minsky en 1977.

liquidez internacional fue pasando a manos de intermediarios privados en un mercado de dinero internacional que fue creciendo enormemente a través del mercado interbancario.

De acuerdo con De Bernis y M. Bye, la acción de las tasas de descuento en las manos de los bancos centrales se vuelve mucho más contradictoria en esta "economía abierta" en la que existen masas de capital esperando colocaciones rentables. El aumento de la tasa de descuento pesa sobre las condiciones de la producción, pero no reduce la masa monetaria, quizá sea lo contrario cuando atrae a masas de capital de corto plazo. Las relaciones moneda-producción se han perturbado profundamente.¹⁷

Por ejemplo, en 1994 el aumento de la tasa de fondos federales, pesa sobre la producción y reduce el crecimiento, al mismo tiempo que atrae capitales de largo plazo en la idea de mantener así sea temporalmente un flujo de capitales hacia los Estados Unidos y tratar por esta vía de sostener la paridad de dólar. Por medio de compras masivas de dólares de los bancos centrales no lograron mucho para sostener al dólar desde la segunda mitad de 1993. Así, la otra vía fue incrementar la tasa de descuento americana y tratar de otorgar una mayor tasa de interés a las colocaciones en dólares. Buscando que parte de la gran masa de dólares que desea ponerse en otras monedas se mantenga en dólares con una buena rentabilidad, aún a costa de encarecer el financiamiento de la inversión productiva en toda la zona dólar, lo cual implica deprimir la economía regional.

A pesar de todo, las autoridades financieras de los Estados Unidos no presentan una propuesta para la reorganización monetaria internacional similar al intento de la Gran Bretaña en el siglo pasado. Se ha negado reiteradamente

17 G. De Bernis y M Bye. Op. Cit. pp:690-691.

a organizar conferencias monetarias, reorganizar Bretton Woods y lo que están alentando es la fijación de los tipos de cambio en regiones. ¹⁸

Durante la actual crisis, el papel de los bancos centrales está siendo mermado por la gran expansión de la liquidez internacional en manos de intermediarios privados. No sólo su capacidad de regular la moneda local y el mercado financiero queda trastocada, sino también su capacidad de intervenir en un momento de crisis financiera como prestamista de última instancia. Cuando estas crisis han alcanzado a ser internacionales, en la medida en que se expanden hacia otros mercados financieros, la posibilidad de intervenir como prestamista en última instancia se encuentra aún más limitada. La cooperación entre los bancos centrales ha sido clave para contener y aliviar la gravedad de las sucesivas crisis.

De acuerdo con Kindleberger: "A falta de un gobierno mundial, un banco central mundial y con sólo una escasa ley internacional, la cuestión de la procedencia del préstamo de último recurso es crucial. La documentación histórica señala el principal centro financiero mundial, con frecuencia con la ayuda de otros países." ¹⁹

Así, la capacidad de la Reserva Federal para intervenir en las crisis financieras, acaecidas durante el actual periodo de crisis de largo plazo, ha estado condicionada por su posibilidad de alcanzar la cooperación de otros bancos centrales, tal es el caso de la quiebra de Bretton Woods en 1971, de la crisis de deuda de 1982, de la crisis bursátil de 1987 y de la crisis financiera actual (con el paquete de rescate financiero para México acordado con Europa y Japón).

¹⁸ Véase Volker reunión por el quincuagésimo aniversario de la Conferencia de Bretton Woods octubre de 1994.

¹⁹ Charles Kindleberger. Manías Pánicos y Cracs. Ed. Ariel, Barcelona, 1991. p. 238.

"Algunos científicos políticos tienen fe en lo que denominan <regímenes> o hábitos de cooperación desarrollados durante los períodos de liderazgo...Una cooperación de estas características ha funcionado notablemente bien en los años ochenta, especialmente bajo las iniciativas del secretario del Tesoro James Baker,...Pocos observadores muestran excesiva confianza en el sistema de <cumbres entre los Jefes de Estado de los siete principales países>...¿Pueden el FMI y el Banco Mundial ofrecer una alternativa al decadente liderazgo de Estados Unidos?...Estas instituciones funcionan lentamente, lo que representa una incapacidad en tiempo de crisis, cuando se pueden requerir decisiones en cuestiones de horas, no de semanas" ²⁰

Así, la capacidad de intervenir de la Reserva Federal también ha estado condicionada por la situación económica y política local. Por ello, no es muy arriesgado considerar que la renuncia de Lloyd Bentsen en el Tesoro Norteamericano y las sucesivas dificultades implícitas en el nombramiento de su sucesor, Robert Rubin, los cambios en el Congreso, entre otras cuestiones, hayan complicado el manejo de la crisis financiera mexicana, que es también una crisis de los mercados emergentes. En ese sentido, no debe descartarse la posibilidad de una pérdida de capacidad para aislar sus consecuencias en todo el aparato financiero estadounidense.

3.2 LAS CRISIS FINANCIERAS.

Respecto de la definición misma de crisis financiera existen una diversidad de puntos de vista y un conjunto de acercamientos. Sobre sus causas una gran

²⁰ Charles Kindleberger...Op. Cit. pp. 263-264.

polémica, naturalmente porque el diagnóstico compromete a ciertas políticas para su solución.

Para Charles Kindleberger las crisis financieras internacionales "...incluyen una serie de elementos críticos...especulación, expansión monetaria, aumento del precio de los activos seguido de un descenso en picada y de una precipitación hacia el dinero...".²¹ Asimismo, agrega que "La causa remota es la especulación y la expansión del crédito; la causa próxima es algún incidente que sesga la confianza del sistema, hace pensar a la gente en los peligros de la bancarrota y les conduce a volver a los productos, acciones, propiedades inmobiliarias, letras de cambio, pagarés, divisas -sea lo que sea- al dinero en efectivo. En si misma la caída próxima puede ser trivial...los precios bajan; las expectativas sufren un cambio de sentido; el movimiento gana velocidad. Hasta tal punto que los especuladores están apalancados con dinero prestado, el descenso de los precios conduce a nuevas demandas de margen sobre ellos o de efectivo y a una nueva liquidación. A medida que los precios siguen bajando, se recortan los préstamos bancarios y uno o más bancos comerciales, bancos de descuento o de brokeraje quiebran. El propio sistema de crédito es inestable y la carrera en pos de la liquidez está en marcha." ²²

La existencia de la banca central puede contribuir a controlar una crisis financiera, según Charles Kindleberger, sin embargo, el hecho de que la expansión del crédito no tenga límites disminuye en mucho dicha capacidad. En su concepto, durante una crisis financiera se sucede una confrontación entre el interés privado y el interés público. El banco central actuando para garantizar la continuidad del sistema de pagos y recobrar la estabilidad del crédito. "Si los

21 C. Kindleberger. Manías, Pánicos y Cracs...Op. Cit. p. 41.

22 C. Kindleberger...Op. Cit. p. 144.

bancos centrales fueran omniscientes y omnipotentes, podrían haber utilizado las armas del banco central para estabilizar el sistema de crédito; hubieran podido corregir, entonces, la inestabilidad implícita en las infinitas posibilidades de expansión y habrían sido capaces de evitar el colapso del crédito. Pero <no existen limitaciones positivas a la expansión del crédito individual>. Y con intermediación financiera a niveles nacional e internacional, lo mismo se puede decir de las instituciones bancarias. Los bancos centrales surgieron para imponer un control a la inestabilidad del crédito. El desarrollo de los bancos centrales a partir de la banca privada, cuya misión es hacer dinero, constituye un notable logro." ²³

Cabe señalar que en este punto existe una importante diferencia con Keynes quien señala que la expansión del crédito no es ilimitada "But it is equally clear that the rate at which an individual bank creates deposits on its own initiative is subject to certain rules and limitations; -it must keep step with the other banks and cannot raise its own deposits relatively to the total deposits out proportions to its quota of the banking business of the country. Finally, the "pace" common to all the member banks is governed by aggregate of their reserve resources." ²⁴ Sin embargo, esta formulación de Keynes queda acotada a la expansión crediticia nacional, bajo condiciones de funcionamiento del mecanismo de reservas obligatorias en el banco central. Expansión crediticia que ha sido profundamente modificada en la crisis actual con la desregulación e innovación financiera así como con la expansión del crédito internacional.

²³ C. Kindleberger...P. Cit. p. 104.

²⁴ John M. Keynes. A Treatise of Money. En Collected Writings of John Maynard Keynes. Volumen V. Publicado por MacMillan-St.Martin's Press para The Royal Economic Society, 1971, Londres. Primera Edición en 1930. p. 27.

Raymond Goldsmith señala que las crisis financieras son "...una parte, breve, de deterioro ultra-cíclico de todos o de muchos de los indicadores financieros, tasas de interés de corto plazo, precios de los activos (stocks, bienes raíces, precios de la tierra) insolvencias comerciales y quiebras de instituciones financieras.²⁵

Gerard Corrigan hace la diferencia entre crisis financieras y una ruptura (disruption) financiera. La primera, a diferencia de la segunda, es un episodio que causa un daño claro y significativo sobre la economía real.²⁶

Dos escuelas monetarista y keynesiana han estado debatiendo a lo largo de años sobre el origen de las crisis financieras.²⁷ Milton Friedman y Anna Schwartz quien como otros monetaristas consideran que las crisis financieras no estallan por escasez financiera, sino por la quiebra de las autoridades para responder correctamente al peligro (distress) financiero y ello se agrava por la incertidumbre del sector privado acerca de las respuestas de política correctas.²⁸

25 En Charles Kindleberger y Jean-Pierre Laffargue. *Financial Crises: Theory, History and Policy*. Cambridge University Press, 1982. pp. 41.

26 Gerald Corrigan "A perspective on recent Financial Disruption", *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of New York, (Winter 1989-1990) citado por Andrew Sheng. "Role of the Central Bank in Banking Crisis: An Overview", en Patrick Downes y Reza Vaez-Zadeh (Ed)

27 De acuerdo con Martin Wolfson, se distinguen dos caminos distintos en el análisis de las crisis financieras, Milton Friedman por un lado y por el otros aportes como los de Veblen, Wesley Clair Mitchell, Marx y Minsky. Según este autor, la lectura de C. Kindleberger estaría cerca a la de Minsky. Al respecto puede verse Martin Wolfson. *Financial Crises*. Ed. M. E. Sharpe, Nueva York, 1986. De acuerdo con Andrew Sheng habría dos escuelas del pensamiento sobre las causas de las crisis bancaria, la escuela monetarista y la keynesiana. Andrew Sheng. "Role of the Central Bank in Banking Crisis: An Overview", en Patrick Downes y Reza Vaez-Zadeh (Ed) De acuerdo con C. Kindleberger las escuelas monetaria y bancaria llevan al menos doscientos años debatiendo la cuestión "La distinción y, a veces, el choque entre las fuerzas dirigidas a limitar la oferta monetaria (escuela monetaria) y las que pretenden o, al menos, actúan para ampliarla (escuela bancaria), se remontan a no menos de cien años antes...(de 1930)... y doscientos años antes de que ambas escuelas fueran reconocidas como antitéticas." en C. Kindleberger...Op. Cit. p. 82.

28 Tomado de Andrew Sheng...Op. Cit. Anne Schwartz. "Real and Pseudo-Financial Crises", en Forrest Capie y Geoffrey Wood (ed) *Financial Crises and the World Banking System*. St. Martin's Press, 1985.

Así, en esta escuela, como la oferta monetaria es exógena, las crisis financieras devienen de errores en la política monetaria. Los mercados son racionales y no existen prácticas especulativas, las autoridades monetarias se equivocan. "Milton Friedman y Anna Schwartz...sostienen que la depresión (...de los años treinta)...fue resultado de errores de la política monetaria cometidos por la Reserva Federal. En su mayor parte se centran en el declive de la oferta monetaria desde agosto de 1929...cuando debería de haber aumentado...afirman que el crac del mercado de valores de octubre de 1929 tuvo muy poco o nada que ver con la intensidad del declive de la producción y que la depresión fue consecuencia de las políticas nacionales de los Estados Unidos"²⁹ En ese sentido Milton Friedman opinó de igual manera sobre la crisis financiera mexicana.

En la escuela keynesiana, desde Minsky quien desarrolla, a partir de Keynes, la teoría de la fragilidad financiera, se sostiene que las crisis financieras estallan como parte de un ciclo del crédito, que va del crédito que puede ser cubierto a través del flujo de efectivo de las empresas endeudadas a incrementos del crédito por encima de la capacidad de pago de las empresas. Crece la burbuja especulativa hasta que caen los precios de los activos y se configuran las condiciones para reiniciar el ciclo.

En el Tratado del Dinero, Keynes a través de distinguir el origen de los diferentes ingresos (depósitos bancarios), constata que es a través de la creación de dinero bancario que el sistema financiero hace parte de todo el proceso económico.

"It follows that a bank in active business will be, on the one hand, continually creating deposits either for value received or against promises, and,

²⁹ En C. Kindleberger...Op. Cit. p. 98.

on the other hand, cancelling deposits, because claims against it are being exercised in cash or transferred to other banks. Thus it is constantly receiving cash and paying out cash; and it is constantly receiving claims against other banks and having to meet claims from other banks." ³⁰

El análisis del dinero bancario efectuado por Keynes en el capítulo 3 del Tratado del Dinero, constituye el inicio de lo que Minsky desarrollará posteriormente para establecer como evolucionan las estructuras de pasivos y como tiene lugar la generación endógena del dinero. En este análisis del dinero bancario Keynes establece que desde el punto de los depositantes, éstos tienen income deposits, business deposits, cash deposits y savings deposits.

Como ya hemos señalado, Keynes sostiene que la creación de dinero bancario tiene límites. La creación de dinero bancario depende de la confianza que se tenga en cuanto al pago en el futuro a través de las utilidades generadas por la diferencia entre el costo de producción y el valor del producto creado. De ahí, Keynes construye las ecuaciones fundamentales del libro III, buscando aclarar qué determina el precio de los bienes de inversión y señalando que éstos son resultado tanto de las ganancias esperadas como del comportamiento del sistema bancario. "It follows that the actual price level of investments is the resultant of the sentiments of the public and the behaviour of the banking system." ³¹

Siguiendo en esta línea Minsky advierte que: "Los préstamos, las hipotecas, los bonos y las acciones son la moneda que utilizan las empresas, directa o indirectamente, luego de cambiarlos por dinero, para adquirir bienes de capital

³⁰ J.M. Keynes. Treatise of Money. p. 21.

³¹ J.M. Keynes. Treatise of Money. p. 128.

del mercado o de nueva producción...Las empresas que se financian de ese modo se comprometen a pagar ...[cierto monto de su flujo de efectivo]..."³²

Concluye Minsky señalando que el financiamiento es el determinante de la inversión y con ello marca el ritmo de toda la economía. "...es el financiamiento el que actúa como rector de la inversión, desalentándola unas veces y otras más ampliándola. Como resultado, el financiamiento marca el ritmo de la economía."³³

El punto de partida de la hipótesis de inestabilidad financiera y del ciclo del crédito es "...la consideración explícita del financiamiento capitalista en el contexto cíclico y especulativo. Una vez que se introduce el financiamiento capitalista y se examina explícitamente el desarrollo de los flujos de efectivo durante los distintos estadios de la economía, se vuelve evidente toda la fuerza de las ideas revolucionarias y del marco de análisis alternativo desarrollados por Keynes."³⁴ Esta lectura es el aporte más importante de Minsky a la discusión poskeynesiana.

Minsky argumenta que a pesar de que Keynes "...sugirió los diversos estados de la economía que se suceden unos a otros de una manera irregular, constituyendo así el ciclo económico, nunca desarrolló explícitamente una teoría del auge y de la crisis. Fue así porque, salvo acotaciones y sugerencias, nunca articuló ningún modelo -o ninguna explicación- de cómo evolucionan las estructura de pasivos de las empresas, de los bancos y de otras instituciones financieras y de cómo tiene lugar la generación endógena de dinero y de sustitutos del dinero."³⁵

32 H. Minsky. Las razones de Keynes. Ed. Fondo de Cultura Económica. México, 1987. p. 140.

33 H. Minsky. Las razones...Op. Cit. p. 141.

34 H.Minsky. Las razones...Op. Cit.p. 140.

35 34. H. Minsky. Las razones...Op. Cit. pp. 116-117.

Minsky reconoce tres tipos de financiamiento de posiciones en activos presentes en la estructura financiera compleja del capitalismo de nuestros días. El pasaje de un tipo de financiamiento a otro va condicionando el cambio de una estructura financiera robusta a una frágil y las oscilaciones de la economía.

El pago de las deudas no únicamente dependen del flujo de efectivo de la empresa sino también de la utilización de activos monetarios, la venta de activos financieros detentados por la empresa, nuevos préstamos o el refinanciamiento de la deuda actual.³⁶

Segun Andrew Sheng la controversia también existe en cuando a si las crisis financieras tiene un origen macro o micro económico. La escuela macroeconómica culpa a los déficit estructurales, políticas económicas inapropiadas y choques externos o una combinación de estos factores.³⁷ Mientras que pueden encontrarse en las quiebras bancarias muchos elementos propios de una riesgosa administración de los bancos, inadecuada supervisión, normas contables insuficientes, un marco legal inapropiado o bien prácticas fraudulentas.

Charles Kindleberger señala que tanto la escuela monetarista como la keynesiana son insuficientes para explicar los orígenes de las crisis financieras. "El tema central de este libro es que la teoría keynesiana es incompleta y no sólo porque ignore la oferta monetaria. El monetarismo también es incompleto...si deja fuera la inestabilidad de las expectativas, la especulación, el crédito y el

36 "A unit that expects its cash receipts to exceed its cash payments in each time period is engaged in what we still call hedge finance. On the other hand, an organization from which the contractual cash flow out over a time period exceeds its expected cash flow in is engaged in either speculative or Ponzi finance. A unit in a speculative or Ponzi financing posture obtains the cash to satisfy its debtors by selling some assets, rolling over maturing debt, or new borrowing; such units are dependent upon financial market conditions in a more serious way than units whose liability structures can be characterized as hedge financing." en H. Minsky. *Stabilizing an Unstable Economy*. Yale University Press. Nueva York, 1986. p. 70.

37 Andrew Sheng...Op. Cit. p. 196.

papel de la especulación apalancada realizada sobre diversos activos. Las escuelas keynesiana y friedmaniana, junto con las más modernas teorías macroeconómicas que las sintetizan, no son quizá tan erróneas como incompletas. Al mismo tiempo, en circunstancias concretas, las omisiones pueden ser tan críticas como para hacer que el keynesianismo y monetarismo se equivoquen." ³⁸

Cabría agregar que, como hemos señalado, Keynes y Minsky si consideran la inestabilidad de las expectativas económicas y la especulación. Quizá adelantando podría señalarse que el carácter incompleto de estas aproximaciones estaría, en todo caso, porque se omiten los elementos necesarios para comprender las causas que llevan a una caída tendencial de la tasa de ganancia. Cuestión tratada por Marx y revalorada para la explicación de las crisis de larga duración por los teóricos de la regulación.

El punto de los mecanismos de transmisión de las crisis financieras en una cuestión importante cuando se esta debatiendo, como se pretende en el presente trabajo, la cuestión de la globalización financiera. Dichas crisis se han desarrollado desde muchos años atrás, los mecanismos y rapidez con que se transmiten han variado, pero su existencia no puede ser un argumento para sostener la globalización de los mercados. Según Charles Kindleberger "El auge, la depresión y el pánico se transmiten entre las economías nacionales por medio de una amplia gama de conexiones: el contagio psicológico, la subida y bajada de los precios de los productos y de los títulos bursátiles, los movimientos de capital a corto plazo, los tipos de interés, la subida y bajada de las existencias mundiales de mercancías" ³⁹

38 C. Kindleberger...Op. Cit. pp.41-42.

39 C. Kindleberger...Op. Cit. p. 159.

El estudio histórico de las crisis financieras permite también observar a Kindleberger cuales han sido las formas para manejar las crisis financieras. Por supuesto, entre los monetaristas la idea que priva es que lo mejor es no hacer nada, permitir que el mercado imponga nuevamente su racionalidad entre los distintos agentes. Esto, aunque a fuerza de tanto repetirse a muchos les parece consistente lo cierto es que, nunca ha sucedido.

Además de la participación del prestamista en última instancia (en los últimos siglos los bancos centrales, pero otras instituciones han debido actuar como tales) existen otros mecanismos que se han utilizado históricamente por autoridades o por los propios intermediarios financieros para manejar, administrar o controlar, una crisis financiera. Entre otros: enlentecer las operaciones financieras; cerrar el mercado por horas o días o vacaciones legales; suspender la publicación de balances bancarios; imponer un límite diario en la cambio de precios de las compra-ventas bursátiles, circuit breaker; moratorias de pago oficiales o informales; comités de rescate; fondos de garantía; extensión de los plazos de los documentos por vencer; aceptar el pago de cheques compensados e: certificados de la cámara de compensación, o sea emitir obligaciones de la cámara de compensación; cooperación entre los bancos a través de fondos para préstamos; fondos para garantías u obligaciones; fusiones entre intermediarios; también el mecanismo de descuento con bancos estatales ha sido utilizado; formación de institutos o fondos estatales con recursos gubernamentales para conceder préstamos; establecimiento de garantías para la emisión de obligaciones, en los años más recientes la garantía para la emisión de obligaciones subordinadas; la formación de seguros de depósito federales que garanticen los depósitos de manera limitada o ilimitada. ⁴⁰

40 Al respecto puede verse C. Kindleberger...Op. Cit. Cap. 8.

Ninguno de estos mecanismos o instrumentos ha sido utilizado sin consecuencias negativas sobre los propios sistemas financieros. Esto es, todos tienen su conveniencia o inconveniencia. Su eficacia ha sido probada en circunstancias particulares y no pueden ser recogidos como medicinas para erradicar el mal.

En épocas de crisis de larga duración los fraudes y las estafas financieras se multiplican. La anterior crisis de esta naturaleza en los años 20s y 30s. muestra un gran abanico de ejemplos de estas prácticas. En esos años se sucedió la famosa estafa Ponzi que dará su nombre a la posición de insolvencia que caracteriza Minsky. "La década de 1920 ofreció numerosos ejemplos memorables de fraude y supuesto fraude, condujo quizá a la bancarrota del Bank of The United States, a la de Kreuger and Toll y a la compañía fiduciaria Middle West Utilities" ⁴¹

En la crisis actual también la historia de fraudes y estafas financieras ocupa un primer plano, sólo a manera de ejemplo C. Kindleberger señala: "Las estafas, fraudes y delitos administrativos de los años setenta y ochenta, están demasiado frescos en la memoria popular como para que sea necesario ofrecer algo más que una parca lista..." Ivan Boesky (información privilegiada); Banco Ambrosiano de Milan; Drydale Securities Corporation de Nueva York; EMS Government Securities Co. de Fort Lauderdale, Florida; Alexander Howden Group del Lloyds de Londres; Johnson Matthey Bankers de Londres; North American Savings and Loan Association, Penn Square Bank of Oklahoma; Michael Sindona del Franklin National Bank de Nueva York.⁴²

41 C. Kindleberger...Op. Cit. p. 123.

42 C. Kindleberger...Op. Cit. pp. 124-125.

A la lista de Kindleberger podríamos agregar, por citar algunos, el caso del BCCI que involucró diversas prácticas fraudulentas en 1992; el caso del Condado de Orange en 1994 y otros de diferentes estados norteamericanos; las investigaciones en torno a Salomon Brothers, Merrill Lynch y Goldman Sachs, también en 1994; la filial newyorkina del Daiwa Bank, fraude conocido en septiembre de 1995.

3.3 LA RUPTURA DEL ACUERDO DE BRETTON WOODS.

La regulación más importante a nivel de las relaciones financieras internacionales procedente de la fase de crecimiento estable inmediata a la presente crisis es el Acuerdo de Bretton Woods. Este acuerdo expresa la forma en que estas relaciones quedaron estructuradas, donde la economía y la moneda estadounidenses se erigieron nítidamente como las dominantes.

El acuerdo dió origen al Fondo Monetario Internacional y al Banco Mundial, el nuevo sistema monetario internacional buscaba ofrecer nuevas condiciones para incrementar la liquidez internacional. Sin embargo, como lo señala Guadalupe Mantey ambas instituciones, dado el reducido monto de cuotas y su inequitativa distribución, tuvieron una contribución marginal a la expansión de la liquidez internacional. "Las autoridades monetarias y los bancos comerciales de los países más desarrollados continuarían proporcionando los medios de pago internacionales, en tanto hubiera confianza en sus monedas."

42

Las propias condiciones económicas y políticas presentes al concluir la guerra colocaron a los Estados Unidos y su sistema bancario en el proveedor de los medios de pago necesarios para la reconstrucción y recuperación de la posguerra. ⁴³

⁴² Guadalupe Mantey. *La Inequidad del Sistema Monetario Internacional y el Carácter Político de la Deuda del tercer Mundo*. Facultad de Economía-Colegio de Ciencias y Humanidades, UNAM. 1989, México. p. 29.

⁴³ "Únicamente los Estados Unidos podía proveer la liquidez internacional necesaria...para la recuperación de la economía mundial...Su solidez económica, apoyada en su abundancia de recursos...su posición preponderante en el comercio internacional; sus grandes tenencias de oro; su poderío militar...y finalmente su desarrollado sistema bancario...determinaron que el dólar se convirtiera en la principal moneda internacional y que la Tesorería y los bancos comerciales de la Unión Americana se constituyeran en la principal fuente de liquidez internacional." Guadalupe Mantey. *Ibid.* p. 29.

La crisis del dólar y el fin de su convertibilidad estable rompen el acuerdo de Bretton Woods, esta ruptura procede de las condiciones en que va apareciendo la crisis en los Estados Unidos. El rompimiento del acuerdo no concitó una pérdida inmediata de la dominación de dicha economía y de su moneda en las relaciones financieras internacionales, sino en principio los términos de dicha ruptura parecen proceder de una dominación sin rival.⁴⁴

El análisis del fin de la era de Bretton Woods ha sido realizado en numerosas ocasiones y por autores de muy distintas tendencias. En ello han estado presentes perspectivas muy distintas: por ejemplo, aquellas más bien políticas del fin de la hegemonía norteamericana; otras con énfasis económico de la declinación de la productividad y de su competitividad; desde la perspectiva del problema monetario que concitó la crisis del dólar, se hace hincapié en la sobrelíquidez que generó por el mundo y sus efectos inflacionarios; desde el análisis financiero, se recoge el hecho de la expansión internacional de la banca norteamericana.

Puede agregarse dentro de esta literatura la relativa a la desregulación y consiguiente modificación en el comportamiento de los intermediarios financieros. Desregulación, liberalización y apertura financiera, innovación y nuevas estructuras financieras integradas, todo ello en una lectura comprensiva que pueda dar cuenta del proceso y de sus perspectivas.

La ruptura de Bretton Woods se inició al interior de la economía norteamericana, a partir de los elementos que fueron originando cambios en sus cuentas con el exterior. Así, desde 1964 se produce en un muy corto plazo,

⁴⁴ Al respecto puede verse, Paul Volcker y Toyoo Gyohten. *Changing fortunes: the world's money and threat to American leadership*. Times Books. New York, 1992. Caps.2 y 3.. Sobre los problemas del acuerdo de Bretton Woods y la lucha por la hegemonía monetaria puede verse el libro: Guadalupe Mantey, *La Inequidad del Sistema Monetario Internacional y el Carácter Político de la Deuda del Tercer Mundo*. Facultad de Economía-Colegio de Ciencias y Humanidades, UNAM. 1989. México.

un acelerado incremento del gasto militar resultado de la Guerra de Vietnam, que empezó a generar presiones inflacionarias que la Reserva Federal frenó incrementando la tasa de descuento. Ello tuvo un efecto negativo directo sobre el financiamiento de la inversión civil. Posteriormente, a mediados de los sesenta, se produce un descenso en el ritmo de crecimiento de la inversión y la creciente exportación de capitales de las firmas transnacionales con lo que se gestan los elementos esenciales para generar el descenso en la tasa de ganancia.⁴⁵ El excedente comercial se redujó fuertemente en la segunda mitad de los años sesenta, el peso del gasto militar en el extranjero creció muy rápido y la inversión directa afuera de las fronteras se elevó.

El déficit americano fue provocando una abundancia de medios de pago internacionales, dólares que no se invirtieron, sino que se destinaron a colocaciones financieras de corto plazo. El mercado del euro-dólar fue realizando las operaciones de intermediación y financiamiento en dólares procedentes del déficit americano, sus agentes han sido principalmente firmas y bancos transnacionales. Su origen se remonta a finales de los cincuenta, compite en la intermediación en dólares con la efectuada en territorio estadounidense dado un diferencial relativamente alto entre las tasas activas y pasivas y la existencia de reservas obligatorias aunque bajas, pero sin remuneración. Este mercado escapaba al control de los Estados, éste sólo podría venir de la intervención concertada de los Estados, cuestión que empieza a cobrar forma con el Concordato de Basilea en 1976 sobre el control de las sucursales bancarias por parte del Estado donde se encuentre el banco matriz.

⁴⁵ G. De Bernis y M. Bye...Op. Cit. p. 688. De acuerdo con el análisis de Merih Uctum, en realidad es el descenso de la tasa de ganancia en la segunda mitad de los sesenta en Estados Unidos, lo que llevo a la contracción de la tasa de inversión. Merih Uctum, "The Evolution...Op. Cit. p.1.

"El desarrollo de ese mercado volvió ineficaces las tentativas del gobierno de Estados Unidos para controlar su balanza de pagos y mantener al dólar tan bueno como el oro. Llegado el momento los movimientos internacionales de capital y de mercancías no podrán absorber todos los desequilibrios acumulados." ⁴⁶

El déficit externo norteamericano se financia en su propia moneda y fue incrementando una masa de dólares por el mundo que no se destinan a la inversión, sino que se mantienen a corto plazo. Los Estados Unidos tienen desde principios de los años sesenta en circulación una mayor cantidad de dólares que reservas en oro. En 1965 rehusa pagar en oro a petición del gobierno francés, en 1967 Francia y Alemania renuncian explícitamente a reclamar la convertibilidad del dólar.

La devaluación de la libra esterlina en noviembre de 1967 puso en cuestionamiento nuevamente la convertibilidad del dólar, mientras que las transacciones crecían rápidamente. La convertibilidad fue suspendida por el pool de Bancos Centrales y reanudada en marzo de 1968 pero ya no como libre convertibilidad a precio fijo, sino sólo en las transacciones entre los bancos centrales. Dejando de esa manera flotar el dólar que a fines de ese año se cotizó en el mercado privado a 42.5 dólares por onza de oro.

La ruptura de Bretton Woods significó el fin de una etapa de paridades fijas, los cambios en las tasas de interés nacionales se transmiten a través del mercado cambiario con facilidad. Así, la masa de recursos líquidos en circulación empezó a moverse en función de las expectativas en la modificación de los tipos de cambio y a ejercer una influencia importante en el

⁴⁶ G. De Bernis y M. Bye...Op. Cit. p. 687.

comportamiento de éstos, como la devaluación del franco en 1969 y la revaluación del marco dos meses después.

"El desorden monetario no se produce por sí mismo... Lo que sucede es que las condiciones de la producción no permiten más a la moneda ejercer normalmente su función de financiamiento de la actividad productiva. En este sentido, el desorden monetario ...no es la causa sino la manifestación de las contradicciones que atraviesan los sistemas productivos (crisis de la productividad, por ejemplo, elevación del desempleo, debilidad de la tasa de ganancia...) Si los Estados conservaran sus medios de intervención sobre los mercados de mercancías y de capitales, quizás podrían encontrar los medios para restablecer las coherencias necesarias, pero no tengo interés en rehacer la historia, el hecho es que los Estados no controlaron más sus fronteras y por este hecho mismo no controlaron más su política monetaria." ⁴⁷

La crisis del dólar y las propias condiciones de la economía estadounidense fueron impulsando a la banca de ese país a buscar una ampliación de sus operaciones extraterritoriales. En 1960, 8 bancos de ese país tenían sucursales en el extranjero, en 1975 unos 125 bancos tenían 732 sucursales en 59 países y sus activos habían pasado de 3 500 millones de dólares a 181 000 millones de dólares en 1976. ⁴⁸

Los bancos estadounidenses iniciaron operaciones significativas en el euromercado desde mediados de los sesenta cuando debido a las limitaciones internas a las tasas de interés, podían captar recursos en el exterior y prestarlos convenientemente en un mercado nacional en expansión y comenzaron a

⁴⁷ G. De Bernis y M. Bye...Op. Cit. p. 706.

⁴⁸ Véase Stephany Griffith-Jones. "El crecimiento de la banca multinacional, el mercado de eurodólares y sus efectos sobre los países en Desarrollo", Institute of Development Studies, p.2

utilizar fondos provenientes de sus sucursales en el extranjero para financiar a empresas extranjeras y locales que realizaban operaciones fuera de su país.

Los mayores bancos comerciales de ese país proveyeron de dólares al mundo entero acompañados de grandes bancos europeos, posteriormente árabes, japoneses y hasta latinoamericanos, con lo que se amplió el espacio para continuar e incluso acelerar la expansión crediticia.

La economía estadounidense presentó una crisis cíclica en 1969-1971, una "estanflación" de 1973-1975 en la que los principales países capitalistas coincidieron, período durante el que se sucedió la primera gran alza de los precios del petróleo. Desde los últimos meses de 1978 hasta fines de 1982, una recesión de doble inmersión. La inflación combinada con una política monetaria expansiva presionaron a una persistente devaluación del dólar ante el marco y el yen, el primero se revaluó frente al dólar entre 1970-1979 casi un 50% y el segundo un 39%.⁴⁹

La política devaluatoria le permitió a los Estados Unidos mantener un fuerte crecimiento de sus exportaciones y, en condiciones de expansión del comercio internacional y del crédito, continuar siendo el banquero del mundo con una posición acreedora durante algunos años más. Su condición de moneda dominante, a pesar de su inconvertibilidad, de la incertidumbre que conlleva y de sus consecuencias sobre la economía, le permite financiar sus déficit comerciales, sus inversiones en el exterior aún en condiciones de baja relativa de su tipo de cambio, los demás países deben aceptar títulos de deuda estadounidense sin contrapartida.

Durante los setenta las operaciones realizadas en el exterior pasan a ser la fuente más importante de ganancias de los principales bancos de ese país.

⁴⁹ Véase José Manuel Quijano. México: Estado y Banca Privada. CIDE, México p. 31.

Los ingresos por operaciones en el exterior de los 13 mayores bancos crecieron a una tasa anual de 36% durante 1970-1975, mientras que las ganancias a nivel interno lo hicieron al 1% anual. "En 1976, el 72% de las ganancias del Citibank, el 78% de las del Chase y el 56% de las del Manufacturers Hannover se debieron a operaciones en el extranjero. En 1979, el 62% de los préstamos otorgados por el Citicorp y el 74% de los depósitos de dicho banco se realizaron en el extranjero. En el caso del Chase, las cifras eran 56% y 59%, respectivamente, y en el caso del Manufacturers Hannover, de 54% y 47%." ⁵⁰ En 1980, el 58% de los beneficios de los ocho principales bancos norteamericanos procedía de sus operaciones en el extranjero. ⁵¹

En 1982 las operaciones domésticas del Citibank representaron el 27.4% del ingreso total del banco antes de impuestos, mientras que sus operaciones internacionales representaron el 72.6%, de hecho sólo Brasil contribuyó a generar mayores ingresos al citado banco que todas sus operaciones domésticas.⁵²

La presencia de la banca estadounidense fue muy importante en el periodo de rápido crecimiento de los eurocréditos. "Durante el periodo que abarca de octubre de 1978 a septiembre de 1979, de un total de 768 préstamos, 91% había sido concedido por sindicatos. El liderazgo de los bancos originarios de Estados Unidos es dominante en ese mercado, con el 31.5% del total, seguido por Gran Bretaña con 18% y Japón con 10%. Otros fuertes

⁵⁰ SELA. América Latina/Estados Unidos: Evolución de las relaciones económicas (1984-1985), Ed. Siglo XXI, México 1986. p. 206. Datos tomados de un Reporte del Subcomité de Política Económica Externa del Senado de los Estados Unidos, agosto de 1977 y de un estudio de Salomon Brothers Inc. de 1984.

⁵¹ Samuel Lichtensztein. "América Latina en la Dinámica de la Crisis Financiera Internacional", en Revista Economía de América Latina. Centro de Investigación y Docencia Económicas, No. 10, 1er. Semestre de 1983, p. 41.

⁵² SELA. América Latina...Op. Cit. p. 222. Los datos fueron tomados del propio informe del Citibank.

participantes son los bancos de Alemania Federal, Francia, los Países Arabes y Canadá." ⁵³

El crecimiento del euromercado en sus inicios estuvo directamente impulsado por la banca estadounidense en expansión internacional, como natural intermediario del dólar, a tal punto que dicho mercado en sus inicios fue llamado mercado del eurodólar. Siguiendo a Pedro Paz, "...la crisis monetaria crea condiciones concretas para la expansión de la liquidez internacional al margen de los canales y reglas del juego de la institucionalidad monetaria y financiera internacional. Es cada vez mayor la cantidad de liquidez internacional que se crea fuera de los circuitos oficiales (nacionales o internacionales), y se han diversificado las fuentes y mecanismos de crecimiento de la liquidez internacional originada en el sector privado. Esto conduce a configurar un cuadro de exceso de liquidez internacional con escasas perspectivas de control oficial sobre este proceso."⁵⁴

Se expandieron las necesidades de intermediación financiera de altos volúmenes de liquidez, en esos años principalmente denominada en dólares y procedente del retiro de capitales de la inversión productiva, de la propia dinámica especulativa y de excedentes generados por las empresas que no encuentran una rentabilidad aceptable volviendo a ella.

Durante los primeros años de la destrucción del orden monetario de Bretton-Wood , los propios gobiernos de los países capitalistas desarrollados estaban interesados en contener las tendencias devaluatorias del dólar con lo que los bancos centrales de dichas naciones efectuaban compras masivas de dicha moneda. En general el mundo sufrió una devaluación importante de sus

⁵³ José Manuel Quijano (coord.), *La Banca: Pasado y Presente*, Op. Cit. p. 119.

⁵⁴ Pedro Paz. "Crisis Financiera Internacional, Neoliberalismo y Respuestas Nacionales", en *Varios Autores. Banca y Crisis del Sistema*. Ed. Pueblo Nuevo, México, 1983, p. 141.

activos denominados en dólares en la medida en que la política expansiva y la inflación estadounidense devaluaban al dólar.

Al mismo tiempo, a partir de los últimos años de la década de los sesenta y hasta principios de los ochenta, se sucede una rápida expansión del crédito internacional. Para dar más cifras, de acuerdo con el Banco de Pagos Internacionales (BPI) los pasivos internacionales brutos de la banca de los países declarantes (al BPI) pasaron de 200 mil millones de dólares a 2 270 mil millones de dólares entre 1970 y 1981. La participación de los bancos en la red interbancaria de créditos internacionales resultó imprescindible para los mayores intermediarios, en las condiciones de la aguda competencia abierta con la crisis, como se ha señalado en el primer capítulo.

Ahora bien, el crédito internacional creció y se diversificó aceleradamente durante los setenta, pero también aumentó el crédito doméstico constituyéndose ambos en el soporte de los crecientes déficits públicos y de la actividad de las empresas. Las corporaciones de los Estados Unidos desde la posguerra y hasta los años sesenta mantenían su financiamiento dividido entre préstamos y colocaciones accionarias incrementándose a un ritmo semejante. Este patrón de financiamiento cambio radicalmente en los setenta y el crecimiento del capital contable quedo rezagado respecto de su deuda.⁵⁵

Los grandes prestatarios del florecimiento del crédito en los setenta son empresas financieras y no financieras y los gobiernos de los países desarrollados y en alguna medida los países del Tercer Mundo. Conviene tener presente que, de acuerdo con la OCDE, de los activos globales (domésticos e

⁵⁵ De 1966 a 1984 su deuda creció en 4 billones de dólares y su capital contable sólo en 600 mil millones de dólares. Al respecto puede verse Henry Kaufmann. *Interest Rates, The Markets and New Financial World*.

internacionales) de los bancos comerciales, declarantes al Banco de Pagos Internacional (BPI), los préstamos a corto y largo plazo a los países subdesarrollados pasaron del 2% al 7% entre 1973 y 1982.⁵⁶ Los 15 países mayores deudores, representaban el 14.2% del crédito externo total de la banca (declarante al BPI) en 1981.⁵⁷

Durante la etapa de rápido crecimiento de la deuda de los países subdesarrollados (mediados de la década de los setenta y hasta 1981) una parte significativa y creciente de los eurocréditos fue colocada entre éstos. Sin embargo, es necesario recordar que los eurocréditos son créditos consorcio a mediano plazo y con tasa de interés ajustable y que a pesar de su crecimiento espectacular durante 1976-1981 se estima llegaron a representar al final de dicho periodo alrededor de un 20% del crédito internacional bruto.⁵⁸

Los eurocréditos se convirtieron en un excelente instrumento para canalizar fondos a los países subdesarrollados precisamente porque permitieron distribuir el riesgo entre un gran número de bancos y es una técnica de préstamo que disminuye notablemente los costos bancarios. Con la "crisis de deuda" y el cambio en los flujos internacionales de capitales, los eurocréditos cayeron sensiblemente, mientras que el crecimiento del mercado financiero internacional empezó a correr a cargo, como se señaló en el primer capítulo, a partir de 1983 de otros instrumentos, especialmente de la emisión, colocación y negociación en los mercados secundarios de obligaciones de muy diverso tipo.

⁵⁶ OCDE. External Debt of Developing Countries 1983 Survey, París, 1984. p. 45.

⁵⁷ OCDE. Tendences des Marches des Capitaux. No. 37. Mayo de 1987, París.

⁵⁸ Véase Pecchioli. L'internationalisation des Activités Bancaires, OCDE, París, 1983.

3.4 LA "CRISIS DE DEUDA".

La segunda gran crisis financiera internacional desde mediados de la década del sesenta fue la "crisis de la deuda", crisis que concitó no sólo al mundo industrializado, sino también a su periferia y que viene a anunciar un cambio en las relaciones entre ambos mundos.

Los hechos que generalizaron la llamada crisis de deuda fueron los cambios en los flujos internacionales de crédito y la contracción de los mercados financieros que se inician con la década del ochenta. En dicha contracción no sólo estuvieron presentes ingredientes como la "mayor conciencia" de los acreedores del riesgo de sus activos en la región, sino también elementos vinculados al devenir del proceso económico en los países desarrollados y especialmente al giro de la política económica en la era de Reagan que fue el sustento de varios años ininterrumpidos de crecimiento económico, como se puede observar en las cifras del segundo capítulo.

México y la suspensión de pagos de agosto de 1982 fue considerado como el momento de quiebre de la estrategia de expansión del mercado internacional de crédito, como el hecho que precipitó la crisis de deuda y que obligó a la banca a revisar toda su política de colocación de recursos en el extranjero, en especial entre los países subdesarrollados. Asimismo, se llegó a sostener que fueron los propios países prestatarios los que crearon su insolvencia y, con ello, se cree tener la autoridad de opinar que son ellos los que tienen que "arreglar su casa" a través de las políticas de ajuste recomendadas por el FMI y cumplir con sus compromisos. En el mejor de los casos se dijo que se llegó a la insolvencia por acciones irresponsables o inconscientes de acreedores y deudores y finalmente se sucedió un cambio en la conciencia y apareció una

actitud madura en ambas partes. Sin embargo, existen otros trabajos que permiten mirar el proceso de manera más objetiva.⁵⁹

El endeudamiento latinoamericano llegó a ser el más dramático del mundo subdesarrollado, precisamente por el alto peso de la deuda con la banca comercial y el explosivo crecimiento de la deuda de corto plazo y el endeudamiento de empresas públicas y privadas. Es importante recordar que el endeudamiento externo latinoamericano tuvo durante los años cincuenta y sesenta como acreedor principal a los gobiernos y los organismos financieros internacionales, cuyos créditos eran acordados a tasas de interés fijas entre el 3 y 5% con períodos de gracia de por lo menos 5 años y plazos de amortización de 15 o más años. Así, el costo de dicha deuda no afectaba gravemente las disposiciones de recursos y divisas y por el contrario contribuía a generar condiciones para la reproducción capitalista.

Al inicio de la década de los setenta la deuda pública externa de la región ascendió a 23 mil millones de dólares, siendo su servicio alrededor del 13% de las exportaciones. En los primeros años de la década de los ochenta este perfil había cambiado radicalmente: el acreedor principal era la banca privada internacional; los plazos de amortización se acortaron; y, las tasas de interés, ahora fluctuantes, se elevaron. El monto de la deuda acumulada superó los 240 mil millones de dólares; y, las transferencias netas se redujeron al 14.7% de las disposiciones de crédito en 1981, cuando en 1972 habían sido del 48.3%.

El servicio de la deuda de la región fue siendo cada vez más cuantioso a lo largo de los setenta y los más importantes prestatarios entran en esos años en el proceso de contratar deuda para continuar pagándola. Las nuevas y

⁵⁹ Al respecto pueden verse entre otros los trabajos de Alicia Girón. *Fin de Siglo y Deuda Externa: Historia Sin Fin*. Editorial Cambio XXI e Instituto de Investigaciones Económicas, México, 1996; Carlos Tello y Clemente Ruiz (Compiladores) *Crisis Financiera y Mecanismos de Contención*. De. FCE y UNAM, México, 1990.

crecientes disposiciones de crédito se convierten en pago del servicio de la deuda y pronto sólo en pago de intereses, con el correspondiente acelerado crecimiento de estos pasivos. En realidad, desde los últimos años de la década las transferencias netas comenzaron a desaparecer hasta convertirse hacia 1982-1983 en transferencias netas de la región hacia los países desarrollados.

Es por ello que las dificultades para el pago del servicio de la deuda y la creciente falta de divisas para ello se empieza a presentar cuando se inicia el proceso de contratar recursos destinados en su mayor parte a pagar los vencimientos, la insolvencia aparecerá hacia finales de 1981-1982 con la contracción del mercado financiero internacional y el cambio en la dirección de los flujos financieros internacionales, siendo así que dicho mercado dejó de ser fuente de recursos para la región.

Sin duda el deterioro creciente de las posibilidades de pago de la deuda de los principales prestatarios fue un elemento que tensó el mercado financiero y obligó a la revisión de las actividades y líneas de crédito. Más, los propios análisis de la OCDE y del Banco de Pagos Internacional (BPI) han señalado que sería superficial atribuir a ello la contracción de los mercados.

Los profundos desequilibrios en los que se encontró inmersa la economía estadounidense a fines de los setenta, que se expresaban en estancamiento económico y altas tasas de desempleo e inflación, y las tensiones a las que se había arribado después de más de una década de crisis, enmarcan los cambios sucedidos en la política económica del gobierno de ese país. La combinación de una política monetaria restrictiva, significativo y relativamente rápido descenso inflacionario, altas tasas de interés domésticas e incremento de la cotización del dólar fueron el origen, desde el ámbito financiero, de una rápida expansión de los flujos de capital hacia ese país y ello funcionó a

manera de soporte del crecimiento económico al menos hasta principios de 1989.

La revaluación del dólar iniciada en 1979 y que se prolongó hasta 1985, con el mantenimiento de tasas reales de interés altas, revaluó los activos en dólares propiedad de extranjeros que no son más que pasivos estadounidenses en manos de extranjeros. Se aceleró el crecimiento de la deuda externa de los Estados Unidos así como de cualquier otro deudor en dólares, como es el caso de América Latina, y los Estados Unidos cambiaron su posición de acreedor neto a deudor neto en 1985. A fines de los ochenta era ya el mayor prestatario del mundo capitalista.

La economía estadounidense empezó a mostrar los signos de estancamiento económico desde el cuarto trimestre de 1978 y ésta se prolongó hasta fines de 1982. En este último año fue disminuyendo su ritmo inflacionario, mientras que las tasas de interés nominales y reales en esos años presentaron aceleradas variaciones y se mantuvieron altas. La expansión del gasto público, especialmente del gasto armamentista, aunada a la reducción impositiva fue expresándose también en el mercado financiero local.

La estrategia económica del nuevo gobierno republicano tenía en sus objetivos fundamentales alcanzar una recuperación económica con control inflacionario. Para ello Paul Volcker instrumentó una nueva política monetaria, regulando la expansión monetaria no a través de límites máximos sobre las tasas de interés, sino de un control más estricto de los agregados monetarios para mantenerlos en el ritmo de crecimiento proyectado. Se concebía que, la Reserva Federal podría admitir fluctuaciones rápidas en las tasas de interés y buscaría regular los niveles de oferta monetaria y del crédito a través del control sobre el nivel de los agregados monetarios. Hasta antes de octubre de 1979 las autoridades monetarias habían tratado de controlar las tasas de interés,

particularmente la tasa de fondos federales con el objetivo de regular así la oferta monetaria. Sin embargo, dicho objetivo no se abandonó del todo, ya que la Reserva Federal continuó estableciendo un rango deseable sobre las tasas de interés. Pueden distinguirse dos períodos en esta nueva política monetaria, el primero que abarca de 1980 a mediados de 1982 en que se establece un estricto control de la oferta primaria y, posteriormente, cuando los índices de precios habían descendido y se decide permitir un crecimiento de ésta a fin de propiciar la recuperación económica.

Este cambio en la política monetaria, en condiciones de incremento en las necesidades de financiamiento del gobierno estadounidense, el déficit público se duplicó entre 1981-1982, provocó que durante el primer periodo se presentaran rápidas fluctuaciones en las tasas de interés y se elevaran muy por encima del nivel inflacionario. "La tasa de interés preferencial cobrada por los bancos estadounidenses pasa de un promedio de 9% en 1978 al 15% en 1980 y al 19% en 1981".⁶⁰

Los cambios en la política económica de ese país, incluyendo la nueva política fiscal del gobierno de Reagan, impulsan un rápido encarecimiento del crédito en general y estrechamiento de la liquidez bancaria, en particular de la banca estadounidense. A dicho movimiento esta ligada la política bancaria que, enfrentada a una contracción del crédito, redirecciona sus flujos, limita el refinanciamiento de la deuda y más adelante buscará reconfigurar su cartera con prestatarios dispuestos a asumir los altos costos financieros que vienen imponiéndose. Los movimientos de ajuste de las otras economías capitalistas, no tardaron en expresarse en el mercado internacional de capitales en el mismo sentido.

⁶⁰ Carlos Obreron. Controversias Macroeconómicas. México, Ed. Trillas, 1989, p. 34.

El Comité de la Reserva Federal decidió en 1981 levantar las restricciones existentes para que la banca efectuase operaciones internacionales en su territorio, exentas de reservas y de topes en las tasas de interés, se crearon lo que se conoce con el nombre de Facilidades Bancarias Internacionales (IBF). La creación de las IBF fue el resultado de que la nueva política monetaria y cambiaria y el descenso inflacionario habían amenazado con minar la capacidad competitiva de la banca estadounidense. Desde los primeros meses del funcionamiento de Nueva York y otras ciudades de ese país como centros financieros internacionales aumentó enormemente la captación de recursos, no sólo por la disminución relativa de los recursos manejados desde los centros off-shore, sino también por los capitales procedentes de diversos mercados, incluyendo los latinoamericanos cuando precisamente se acelera la fuga de capitales. En septiembre de 1982, a unos meses de su funcionamiento, los activos en IBF eran superiores a los 155 mil millones de dólares, en su gran mayoría denominado en dólares.

Hacia 1981 los préstamos sindicados otorgados por la banca estadounidense están dirigidos mayormente hacia las corporaciones que pasan a contratar nuevos créditos en el euromercado. "Para el año 1981, los bancos de Estados Unidos muestran un importante repunte en su participación en los préstamos sindicados, mismo que se debe en forma decisiva al vuelco en gran escala por parte de las corporaciones estadounidenses hacia el endeudamiento en el euromercado. Por el volumen que representan los montos prestados, 22 bancos de Estados Unidos se encuentran entre los 100 bancos más importantes en cuanto a préstamos sindicados y ocupan además los cinco primeros lugares, encabezados por el Chase Manhattan Corp. que

abarca el 16% del volumen total manejado por los bancos internacionales de ese país" ⁶¹

Sin embargo, la contracción del crédito en el mercado internacional se inició desde 1981 con un menor ritmo de crecimiento respecto del alcanzado los dos años previos y desciende durante 1982 y 1983. Hasta esos años la banca de los Estados Unidos fue uno de los principales agentes del mercado de préstamos internacionales, había dispuesto de fondos prestables abundantes y de bajo costo que le permitieron ampliar sus activos en el exterior e incluso refinanciar sus vencimientos sin mayores problemas, asociada con otros bancos del Japón, Francia, Gran Bretaña, Canadá, Alemania y los Países Arabes con quienes compartía dicha disponibilidad de fondos. Cuando la volatilidad de las tasas de interés y de los tipos de cambio se acrecienta, los bancos cambiaron sus estrategias de intermediación. Así, los orígenes de la "crisis de deuda" de 1982 estuvieron más directamente vinculados a los determinantes de expansión del mercado de préstamos internacionales y la dinámica con que ésta se sucede, que con el grado de solvencia de los principales prestatarios. En palabras de Samuel Lichtensztejn, "...los sucesos de 1982 fueron fenómenos que estuvieron más en la órbita de los problemas de los bancos internacionales y los propios países desarrollados que, como se quiere hacer creer, en la de los países subdesarrollados. Por supuesto al truncarse el reciclaje de sus propias deudas a mediano y largo plazo, aparece con toda su crudeza y amplitud su crisis incubada y diferida durante tantos años." ⁶²

La contracción del mercado internacional de capitales entre 1981 y 1983 se reflejó también en el acelerado descenso de las operaciones interbancarias,

⁶¹ José Manuel Quijano (coord.) *La Banca: Pasado y Presente...* Op. Cit. pp. 199-120.

⁶² En "América Latina en la Dinámica de la Crisis Financiera Internacional", *Revista Economía de América Latina*, No. 10, CIDE, 1983. p. 41.

dichas operaciones habían constituido la fuente inmediata de recursos para ese mercado. Su contracción atribuible, como señalamos antes, no sólo a las expectativas de insolvencia de los mayores prestatarios, sino también por las condiciones de las economías de los países desarrollados.

Un avance en la desregulación y la innovación financiera impulsó la nueva expansión de los mercados financieros hacia 1985, como se ha señalado en otra parte de este trabajo. Esta expansión no puede explicarse sin el alza del dólar y la persistencia de altas tasas de interés, especialmente en los Estados Unidos, de ahí la importancia de las emisiones denominadas en dólares. Durante 1983 y 1984 se incrementó muy rápidamente la emisión en eurodólares y de éstas las establecidas a tasa de interés ajustable. Posteriormente, en el segundo semestre de 1985, este mercado fue muy sensible a la baja del dólar y los ajustes a las tasas de interés y cobraron fuerza las emisiones denominadas en otras monedas, notoriamente importantes en yens. Este mercado se constituyó en esos años en el principal impulsor del mercado internacional.

Casi todos los países implantaron transformaciones importantes en materia de regulación, aunque diversas. En algunos casos se aligeró la carga fiscal, en otros se levantaron controles cambiarios, en algunos más se avanzó en el sentido de borrar las distinciones entre los tipos de actividades en las que los diferentes intermediarios pueden participar. El hecho más destacado en esos años fue la apertura del mercado extraterritorial de Japón en diciembre de 1986 que en unos cuantos meses acumuló activos semejantes a los de Luxemburgo o Alemania.

La innovación de instrumentos financieros también debe destacarse, con el establecimiento de nuevos tipos de facilidades bancarias, el desarrollo de los mercados financieros a término (mercados de futuros), el de opciones de

divisas y de tasas de interés (swaps) y una muy diversificada gama de obligaciones y productos derivados.⁶³

Los principales prestatarios fueron los propios gobiernos de los países desarrollados y las instituciones financieras, más debe considerarse que el grado de complejidad al que se ha llegado implica necesariamente un acceso más restringido excluyendo a aquellas instituciones financieras, empresas y gobiernos que no cuentan con la potencialidad económica para lograrlo. La búsqueda por la reducción de los costos de intermediación y la reducción del riesgo o mayor cobertura están muy presentes en esta modalidad de desregulación e innovación financiera, con un acelerado crecimiento de los mercados bursátiles.

Cabe destacar que la propia innovación en los mercados financieros fue facilitando un tratamiento distinto hacia la deuda, entre otros de los prestatarios latinoamericanos. La titulación con garantía de parte de la deuda es un aspecto de ello. Esta titulación no procedió de la voluntad de los deudores por encontrar mejores caminos para servir su deuda, sino del deseo de los acreedores de diversificar su cartera de manera rentable y segura. Dos criterios sobre los que se fue reformulando la actividad de los intermediarios, de los que paso a depender su posibilidad de expansión.

Las innovaciones financieras le dieron a los mercados financieros la posibilidad de operar en un sentido racionalizador de su actividad, en un sentido de ajuste, menor crecimiento, pero igual o mayor rentabilidad. Los intermediarios van operando títulos del más diverso orden: vencimiento, rendimiento, denominación monetaria, garantías. Además, son fácilmente intercambiables, con lo que los distintos intermediarios financieros pueden

⁶³ Al respecto puede verse los informes del Banco de Pagos Internacionales de 1984 y 1986.

configurar y reconfigurar sus carteras rápidamente y acoplarse a muy diversas expectativas.

Así, se acrecentó el papel de los intermediarios financieros no bancarios, se amplió el espacio de la competencia entre intermediarios bancarios y no bancarios. Sin embargo, también se estrechó más el vínculo entre los distintos tipos de instituciones al ser el crédito bancario un soporte de las operaciones de intercambio de títulos.

Con estas modificaciones el mercado interbancario fue superado, como se analiza en el capítulo IV. Este había jugado un papel muy importante en los setenta, unificando diversos compartimientos del mercado internacional con los mercados domésticos y en ese sentido funciona como una correa de transmisión internacional de las variaciones en los tipos de cambio y de las tasas de interés nominales de corto plazo. Este mercado interbancario permitió en su momento que los bancos tuvieran una gestión de activos y pasivos más dinámica.

Sin embargo, la competencia bancaria se fue agudizando y el sustento tradicional del crédito internacional fue en descenso junto con la economía que lo sostiene, la confianza en la solidez de la banca estadounidense comprendida en la supremacía del dólar perdió terreno. La transmisión de las distintas expectativas en la cotización de los activos financieros pasó a expresarse, preferentemente, durante los ochenta en los mercados de títulos del más diverso orden.

Cabe agregar que esta innovación financiera estuvo presente durante las sucesivas renegociaciones de la deuda de los países subdesarrollados en la segunda mitad de los ochenta: la tendencia a proceder a la titulación con garantía de parte de la deuda; la utilización de las técnicas swaps a fin de canalizar la inversión extranjera hacia la región con el beneficio del descuento;

y, en menor medida utilizado, la recompra de pasivos en el mercado secundario.

3.5 EL CRAC BURSÁTIL DE 1987.

La desaceleración del mercado de euro-obligaciones desde mediados de 1985 se contuvo, por momentos, debido a mayores emisiones en otras monedas. Así, cuando se producía el descenso pronunciado de dólar, el dinamismo de los mercados financieros continuó, especialmente impulsado por las emisiones en otras monedas. Es hacia los primeros meses de 1987 cuando puede establecerse una notoria reducción en la expansión de los mercados de obligaciones, con una caída sin precedente de las emisiones denominadas en dólares, una baja del mercado de líneas de sustitución y otras facilidades de préstamos internacionales.⁶⁴ Hay una reducción del apalancamiento bancario sobre dicho mercado que, en las condiciones de inestabilidad de los tipos de cambio, abrió espacio para una mayor intermediación bancaria, incrementando su participación en el comercio de divisas y préstamos de cobertura.

El crecimiento del mercado internacional nuevamente fue atributo de la expansión del crédito bancario que alcanzó niveles sin precedente en los últimos dos años. Los más importantes prestatarios en ésta fueron empresas japonesas que utilizaron dichos recursos para financiar compras de títulos internacionales y la banca situada en los Estados Unidos y más en general los

⁶⁴ OCDE. Financial Market Trends, Mayo de 1987.

países de la zona declarante que se estima fueron el destino de más del 90% de los fondos bancarios internacionales en 1987. Los países fuera de la zona declarante actuaron como proveedores netos de recursos en este crecimiento.

La contracción del mercado de obligaciones en 1987 presionó a un cambio en la estrategia de los bancos y sociedades de inversión sobre los mercados, ello aunado a la inestabilidad monetaria y el descenso de las tasas de interés, la modificación del financiamiento del déficit corriente de Estados Unidos por flujos de origen oficial, resultó en crecientes tensiones sobre los mercados financieros. Los principales centros bursátiles vieron elevar aceleradamente en los primeros trimestres de 1987 el precio de los activos intercambiados en medio de una incertidumbre creciente sobre el futuro inmediato de los tipos de cambio y las tasas de interés hasta que en octubre se precipita el crac.

"La crisis de 1987 superó en magnitud y alcance a la registrada en octubre de 1929. Las pérdidas ascendieron a dos billones de dólares, es decir, más del doble de la deuda externa de todo el Tercer Mundo en ese año. La inyección de liquidez al sistema financiero por parte de la Reserva Federal impidió que el crac se transformara en una crisis bancaria y financiera generalizada."⁶⁵

La polémica abierta sobre su origen fue muy amplia y los informes elaborados se multiplicaron. Más, por ello, fueron citadas características de este mercado que no con frecuencia aparecían y que sin duda fueron determinantes en su devenir. De acuerdo con el Informe Brady el crac puso en evidencia el carácter desestabilizador de la concentración creciente en dicho mercado y el grado de institucionalización alcanzado. Entre 1981 y el tercer trimestre de 1987 la parte de los portafolios de acciones en poder de las cajas

⁶⁵ Arturo Guillén. "La recesión de la economía estadounidense: crisis estructural y deflación", en Comercio Exterior, Vo. 41, núm.7, julio de 1991. p. 632.

de retiro y los fondos de colocación en Estados Unidos creció de menos del 20% al 27%. Tendencia que se acompañó de un incremento de las operaciones al mayoreo que pasaron del 30% al 50% promedio del volumen de actividad de la Bolsa de Nueva York. ⁶⁶ Los informes señalaron que las ventas masivas del lunes fueron realizadas por un pequeño número de instituciones. Por ejemplo, Charles Kindleberger señala "...en el hundimiento de la Bolsa en octubre de 1987, el grupo Fidelity de fondos mutuos de Boston fue un fuerte vendedor en la Bolsa de Londres antes del crac de la Bolsa de Nueva York el día 19." ⁶⁷

Asimismo, se expresó que su funcionamiento, con la existencia de instrumentos a término, entre otros, engendró una demanda crediticia excesiva pero a su vez encubierta que amplificó los problemas de liquidez del mercado en su descenso y lo intensificó.

El crac bursátil rápidamente fue frenado por la intervención irrestricta de la Reserva Federal y otros bancos centrales a fin de evitar una precipitación incontrolable.⁶⁸ Sin embargo, causó elevadas pérdidas a numerosos intermediarios del mundo financiero, particularmente a los especializados en operaciones con títulos. Desde el descenso en el mercado de obligaciones dichos intermediarios inician una salida generalizada que se aceleró con el crac, obligando a una reducción y reestructuración completa de sus actividades. También fueron afectados, pero en menor medida los bancos en Alemania, Suiza y Japón que tenían fuertes inversiones en acciones, aunque su incidencia se estima limitada en razón de las ganancias accionarias acumuladas y no contabilizadas. ⁶⁹

⁶⁶ Banco de Pagos Internacionales. Informe Anual de 1988.

⁶⁷ Charles Kindleberger. Manías, Pánicos y Cracs. De. Ariel, Barcelona, 1991. p. 149.

⁶⁸ Véase Harry Magdoff en la Revista Comercio Exterior de abril de 1988.

⁶⁹ Véase Banco de Pagos Internacionales. Informe Anual 1988.

La recuperación cíclica de las economías de los países desarrollados se encadenó al desarrollo de los mercados bursátiles, pero no se sucedieron incrementos sustantivos de la inversión productiva, particularmente en los Estados Unidos, con lo que la base de las ganancias financieras de los últimos años se encontró más en la propia expansión financiera, en la desvalorización creciente de fracciones del capital no ligadas a ella y en la permanente renta que por concepto de servicio de la deuda enviaron las naciones subdesarrolladas.⁷⁰

El flujo de fondos entre los principales países industrializados se modificó nuevamente durante los ochenta. En especial la economía norteamericana que logró, durante los primeros años de los ochenta, atraer un volumen creciente de capitales a su mercado interno con el fortalecimiento del dólar y las altas tasas de interés. La incidencia del déficit presupuestal estadounidense sobre el ahorro bruto de los 7 países más industrializados pasó de representar el 2% a más del 11% entre 1979 y 1984.

Sin embargo, las dificultades para el financiamiento del creciente déficit externo de los Estados Unidos, durante el segundo lustro de la década, fueron mayores y los recursos procedentes de fuentes oficiales se elevaron, mientras que la salida neta de fondos privados japoneses y alemanes de sus propios países se redujo considerablemente. Durante 1986 y 1987 fueron propiamente recursos de fuentes oficiales los que completaron el financiamiento del déficit, por el paulatino descenso de fondos de origen privado, esto es una contribución efectiva de los bancos centrales al financiamiento del déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos. Este país pasó a ser demandante neto de recursos al exterior a partir de 1983, abandonó su condición de prestamista

⁷⁰ Véase Paul Sweezy y Mary Magdoff "Inversión para qué?", en Investigación Económica No. 199, F.E., UNAM, 1992.

neto en 1985 y se convirtió en prestatario. Desde 1986 es el país con la mayor deuda externa, en ese año alcanzó los 267 mil millones de dólares y se estima que en 1994 pudo llegar a los 600 mil millones de dólares.

El crac de octubre de 1987 iniciado en Nueva York se transmitió rápidamente a todo el mundo financiero. No obstante, sus efectos se distribuyeron de manera desigual, afectando en mayor medida a los Estados Unidos y a sus instituciones financieras, respecto de Japón y Alemania. El gran superávit japonés y la regulación de su mercado doméstico convirtieron a dicho país en el mayor acreedor del mundo durante la segunda mitad de los ochenta, con un notorio fortalecimiento del yen, una mayor participación de las sociedades financieras japonesas en los mercados domésticos de los países desarrollados, particularmente de los Estados Unidos y en general en una presencia muy importante de la banca japonesa en el mercado internacional.

La banca japonesa y en menor medida la alemana fueron teniendo mayor significación en los mercados, en tanto que la banca estadounidense y el dólar fueron perdiendo terreno como la principal moneda en los mercados financieros internacionales. En la segunda mitad de los ochenta, la competencia entre los diversos tipos de intermediarios financieros se acrecentó, mientras que la extrema movilidad de las tasas de interés y los tipos de cambio presentaron un mercado creciente para los intermediarios financieros más desarrollados.

Hacia 1991 nuevamente el mercado financiero internacional presenta una reducción considerable, en particular procedente de la recesión en las principales economías iniciada en 1990 y del *credit-crunch* de los Estados Unidos. El amplio proceso de utilización de los nuevos productos financieros, principalmente a cargo de intermediarios financieros no bancarios y de los propios bancos en sus operaciones fuera de balance, así como las crecientes

operaciones de los fondos de inversión, explican el nuevo crecimiento del mercado financiero internacional entre 1992 y 1993. En este nuevo auge, se sucedió un incremento del flujo de capitales hacia algunos países subdesarrollados, surgiendo el boom de los llamados mercados emergentes.

La crisis bancaria estadounidense iniciada desde finales de 1989 fue acompañada en 1990 del derrumbe del mercado de "bonos chatarra" y la quiebra masiva de las asociaciones de ahorro y préstamo de ese país. El *credit-crunch* que le siguió sólo fue superado a través del descenso en las tasas de interés iniciado hacia 1992. De acuerdo con Arturo Guillén: "La crisis bancaria fue ocasionada por la combinación de una serie de factores, entre los que sobresalen la debilidad del mercado de bienes raíces (que acompañó a la recesión) donde los bancos concentran la proporción más alta de sus créditos incobrables; operaciones de compras apalancadas (que dejó sobreendeudadas a grandes corporaciones); la deuda externa impagable de las naciones en desarrollo, y los créditos dudosos concedidos a regiones del país o sectores de la economía con problemas estructurales." ⁷¹ Propiamente esta crisis bancaria responde al modelo de sobreendeudamiento o finanzas Ponzi caracterizado por H. Minsky. Su solución a través del rescate financiero de la Reserva Federal a las sociedades de ahorro y préstamo y de descensos paulatinos de las tasas de interés, permitió la recuperación de tasas positivas de crecimiento de la economía de los Estados Unidos.

El mercado financiero norteamericano reinició un acelerado crecimiento a partir de las desregulaciones que permitieron la amplia difusión de los instrumentos derivados, entre otros los utilizados por algunos de los países subdesarrollados para colocar acciones, ADR's y GDR's. La propia banca

⁷¹ Arturo Guillén. "La recesión de la economía estadounidense: crisis estructural y deflación", en Comercio Exterior, Vo. 41, núm.7, julio de 1991. p. 634.

nuevamente a través de la titulación del crédito y de las operaciones fuera de balance, fue alcanzando nuevos niveles de actividad. Todo ello cuestiones que se abordan en el capítulo siguiente.

3.6 LA CRISIS DEL DOLAR Y DE LOS MERCADOS EMERGENTES 1994-1995.

Los mercados emergentes de América Latina participaron del nuevo auge de los mercados financieros internacionales desde 1990-1991 hasta 1994, a través de la colocación de títulos del sector público y privado tanto del mercado de dinero como de capitales.

Las mayores economías de la región transitaron al inicio de los años noventa a una situación de transferencia neta de capitales favorable, después de 9 años, entre 1982 y 1990, de transferencias netas negativas que acumularon más de 221 mil millones de dólares. Ello se explica en parte, por el descenso de las tasas de interés en los Estados Unidos que significó una disminución de los intereses pagados por concepto de la deuda externa de la región.⁷² (Puede verse el Cuadro 34)

La reforma económica emprendida en el sentido marcado por el FMI y el BM, la "estrategia" calificada como el "Washington Consensus" abrió un espacio para la expansión del capitales, particularmente atraídos por la acelerada privatización de sectores estratégicos. A su vez facilitada por la adquisición de valores latinoamericanos por parte de los fondos de inversión estadounidenses, la desregulación en el mercado de valores tanto local como de aquel país para la presencia extranjera, los cambios en la legislación sobre inversión extranjera directa, entre otros.

En general, como resultado de los procesos de renegociación de la deuda externa en el marco del Plan Brady y de las reformas estructurales promovidas desde el FMI y el BM, se esperaba un regreso de los países

⁷² La tasa "prime rate" inicio su descenso desde julio de 1989, permaneció estable durante 1990 y cayó 3,5 puntos en 1991. A lo largo del primer semestre de 1992 continuo su tendencia a la baja. Puede verse al respecto Economic Report of the President, febrero de 1992. United States Government, Washington, p. 378.

deudores al crédito internacional voluntario. Retorno que se planteaba como necesario para no quedar al margen de las profundas transformaciones económicas que implica la llamada globalización. Sin embargo, dicho movimiento tenía también otros determinantes no explícitos y fuera del alcance de lo que es propiamente la voluntad de renegociación, por lo que el análisis se hace más complejo. Tal es el caso, por ejemplo, como se señala más adelante, de Brasil y Argentina, quienes aún antes de haber llegado a un arreglo con la banca acreedora, lograron colocar obligaciones de corto plazo e incluso paquetes accionarios de sus empresas en mercados bursátiles externos.

Es necesario enfatizar en el análisis de los flujos de divisas en estos años a algunos países de la región, los medios a través de los cuales se obtuvieron dichos recursos, a fin de entender su ruptura en 1995. Tomar en cuenta los nuevos prestatarios, e incluso respecto de las formas utilizadas para construir el amplio consenso en torno a la Iniciativa de las Américas que fue puesto en evidencia en la Cumbre de las Américas en diciembre de 1994. Si se analizan solamente como resultado del grado de avance de las reformas estructurales encontraríamos respuestas insuficientes.

Los nuevos flujos de capital que recibió la región poco tienen que ver con las formas que éste asumió durante algunos años de la década de los setenta. Más que nuevos créditos de la banca comercial, se sucedió una ampliación del movimiento de titulación que se inició lentamente desde la segunda mitad de los ochenta y que cobró mayor significación desde 1990 junto con el avance de las renegociaciones de la deuda externa en el marco de la iniciativa Brady.

El nuevo auge en el flujo de fondos hacia algunos países de la región estuvo basado en la colocación de títulos principalmente en el mercado

estadounidense pero también europeo, de empresas públicas y privadas. De manera que dichos fondos quedaron vinculados directamente a las expectativas de comportamiento económico de las empresas, a la dinámica de las privatizaciones y a la capacidad de cobertura otorgada por las distintas garantías. Además, las calificaciones de las agencias especializadas fueron imponiendo los niveles de costo al nuevo endeudamiento, mientras que, los intermediarios financieros colocadores de las acciones de las empresas locales fueron abriendo los mercados e incidiendo en el nivel inicial de las cotizaciones.

No todo tipo de empresas participaron activamente en el nuevo endeudamiento y colocación de activos en el extranjero, destacan por su magnitud: bancos, empresas de comunicaciones, energía, cemento, mineras, algunas comerciales y líneas aéreas.

Los países latinoamericanos han participado de manera diversa de los cambios en los mercados financieros internacionales de los últimos decenios. A pesar de la "crisis de deuda" y propiamente de las crecientes dificultades para elevar y mantener la capacidad de pago al desaparecer el refinanciamiento voluntario, la región continuó en gran medida pagando. En todo caso su "salida" del mercado fue sólo en el sentido de no obtener nuevos recursos. Su "retorno" en los últimos años, desigual y súbito tiene una característica en común con la etapa previa y es su escaso sentido de financiamiento para la ampliación de la producción local. Propiamente señala un proceso de rápida titulación de activos locales que están siendo intercambiados en los mercados financieros, modificando rápidamente la estructura de control de las grandes empresas financieras y no financieras locales. En el caso particular de México, la amplia participación extranjera en la tenencia de valores de deuda pública constituye una transferencia de recursos fiscales hacia dichos inversionistas, atraídos por diferenciales importantes en los rendimientos.

Se estima que los llamados mercados emergentes recibieron flujos desde los mercados privados de capital sólo por colocaciones de bonos y acciones 33 mil millones de dólares en 1992 y 71 mil millones en 1993; por inversión directa 39 mil millones en 1992 y 58 mil millones en 1993. Todo ello sin considerar los flujos de compras directas en los mercados locales de dinero y capitales y los créditos bancarios. Mientras que, se estima que los flujos en acciones y bonos alcanzaron en 1995 entre 6 y 10 mil millones.⁷³

El descenso de la rentabilidad de los activos financieros estadounidenses, vinculada a la propia contracción de dicha economía al inicio de los años noventa y, la disminución en las tasas de interés hacen parte de la explicación del cambio en el sentido de los flujos de capital y su expansión hacia los llamados mercados emergentes, con un acelerado ritmo de innovación y desregulación financiera. Hechos que se acompañaron de una ola de importantes privatizaciones y apertura de los mercados en estos países. Por ello, ha sido el comportamiento de tales procesos el factor determinante respecto de la duración y continuidad de dicho cambio en los flujos privados de capital.

Los programas de conversión de deuda por activos (Swaps) fueron siendo cada vez menores en la medida en que el mercado secundario de deuda se recuperaba, se regularizaban las relaciones entre los bancos acreedores y los países y los programas de privatización fueron declinando su participación en dichas conversiones.

El mercado secundario de deuda contribuyó en su momento, en alguna medida, a sanear el balance de los bancos acreedores, pero implicaba también "premiar" con mayor descuento a los prestatarios de peor comportamiento. Así, la preferencia de bancos e inversionistas por las

⁷³ Cifras del Fondo Monetario Internacional. *Private Market Financing for Developing Countries*, 1995. p. 2.

operaciones de conversión de deuda por acciones fue perdiendo significación. Entre 1992 y 1993 se contuvieron de manera importante dichos procesos de conversión, que habrían sido vistos por los propios acreedores como un instrumento de gran utilidad tanto para reconfigurar portafolios, como para los interesados en comprar empresas en los países endeudados, en la medida en que abarataba los proyectos de inversión. Pero una amplia privatización en un plazo relativamente corto implicaba una fuerte demanda sobre el mercado secundario de la deuda de algunos países, con lo que el atractivo del descuento desaparece o se reduce.

Por otro lado, los intermediarios financieros colocando acciones y productos derivados en los mercados, recuperan una fuente importante de generación de ingresos por comisiones.⁷⁴ Así, los intermediarios financieros lograron canalizar la demanda por nuevos instrumentos de alta rentabilidad a través de la creación de instrumentos derivados, bursatilizando e internacionalizando no sólo empresas privatizadas, sino también empresas privadas que no tenían presencia en dichos mercados. Por ello, el programa de conversiones si bien atractivo al inicio, fue presentando límites, en la medida en que las privatizaciones tienen un efecto temporal y excepcional.

A lo que habría que agregar que, a través de esta bursatilización, la posibilidad de reconfiguración de portafolios es muy amplia y permite incorporar una base de inversionistas mucho mayor con diversos intereses y

⁷⁴ Las comisiones por suscripción representan alrededor el 4 y 5% de la transacción, del que la emisora de mayor nombre recibe entre 1 y 1.5%. Sólo en 1991 los colocadores de papel mexicano pudieron haber ganado entre 400 y 500 millones de dólares. Entre los más importantes firmas que han liderado las colocaciones mexicanas se encuentran: Goldman Sachs, CityBank, J.M. Morgan, Bankers Trust, First Boston, Salomon Brothers, Bear Stearns, Swiss Bank, Deutschebank, Chase Manhattan. La mayor parte de las operaciones han sido hechas por intermediarios extranjeros, los nacionales han participado como asesores locales. Por ejemplo, en la colocación de Telmex participó como líder Goldman Sachs, y Bank of New York, S G Warburg y Wasserstein Perella. JP Morgan participó en la operación a través de la cual Pepsico adquirió Gamesa y en la privatización de Minera de Cananea. El Financiero, 6 de abril de 1992.

requerimientos de liquidez. Así, se puede constatar una disminución de los programas de conversión entre los países mayormente endeudados desde 1991, habiendo alcanzado a ser en 1990 superior a los 10 mil millones de dólares. (Cuadro 35)

Han sido varios los canales de retorno de los flujos financieros hacia los países de la región, o propiamente hacia algunos de éstos que constituyen los llamados mercados emergentes.

1. La emisión de bonos de deuda de empresas públicas y privadas
2. La colocación de acciones, ADR's y GDR's.
3. La inversión directa a través de filiales.
4. La compra de valores en los mercados locales de dinero y capitales por no residentes.

El mercado de bonos fue realmente el mercado más dinámico en este retorno de los flujos internacionales de capital hacia los llamados mercados emergentes, aunque también ha sido significativo el mercado de acciones y derivados en la medida en que prácticamente no existía antes de 1990. Según datos de la OCDE la emisión bruta de los países en vías de desarrollo alcanzó a representar casi el 9% de la oferta mundial de bonos extranjeros e internacionales en 1994, cayendo para el primer cuatrimestre de 1995 al 3.6%. La oferta procedente de América Latina alcanzó a ser el 3.2% en 1993 cayó al 2.4% en 1994 y fue solamente del 0.3% en enero-abril de 1995. De manera que las emisiones de la región alcanzaron a representar más del 40% de la oferta de los países en vías de desarrollo en 1993, mientras que para los cuatro primeros meses de 1995 cayó al 10%.⁷⁵

⁷⁵ OCDE. Financial Market Trends, junio de 1995.

De acuerdo con los datos del FMI, la emisión total latinoamericana llegó a los 23.5 mil millones de dólares en 1993 e inició su descenso desde el primer trimestre de 1994, como puede verse en el cuadro 36.

A junio de 1994, el total de bonos emitidos neto por los países subdesarrollados estimado por el FMI llegó a los 117 mil millones de dólares, de los cuales 42% fueron prestatarios del sector privado. Los montos por amortizar sobre este stock de deuda están creciendo rápidamente, en virtud del relativamente estrecho perfil de vencimientos de estas colocaciones. De manera que el FMI estima para 1994 vencimientos por unos 7 mil millones y para 1998 unos 21 mil millones.⁷⁶

La colocación latinoamericana de bonos se estima que fue en 1994 de alrededor de 10 mil millones de dólares y que en la primera mitad de 1995 apenas llegaría a los 1.2 mil millones.⁷⁷ En las colocaciones de bonos los países latinoamericanos que participan son México, Argentina, Brasil y Venezuela. En menor medida, Chile, Colombia, Guatemala, Perú, Barbados, Bolivia, Costa Rica, Uruguay y Trinidad y Tobago.

La gran mayoría de las emisiones de bonos continúan siendo en dólares (entre el 75 y el 80%), aunque también participan el yen y el marco. Esto en parte refleja la gran demanda de inversionistas estadounidenses, el grado de calificación alcanzado por los títulos y el impacto de las relativamente bajas tasas de interés en los Estados Unidos, entre 1990 y 1993. También refleja las facilidades para la emisión de bonos en el mercado estadounidense con la regla 144a que exceptúa a las colocaciones privadas de los fuertes requerimientos de la SEC y permite a los inversionistas institucionales calificados

⁷⁶ FMI. Op. Cit. p. 14.

⁷⁷ Estimaciones propias.

de comerciar privadamente la colocación de valores sin esperar lo usualmente estipulado de 2 años.⁷⁸

El ímpetu en los mercados bursátiles de la región y de los llamados mercados emergentes, en gran medida fue posible por las modificaciones en la regulación financiera de los Estados Unidos que facilitó la colocación de acciones de empresas extranjeras en su propio mercado. En este país se modificaron las regulaciones financieras y las restricciones para la operación de valores extranjeros en su territorio. El 19 de abril de 1990, después de tres años y medio desde su gestación, la SEC (Securities and Exchange Commission) de Estados Unidos aprobó la Regulación S y la regla 144A. La regulación S es una clarificación de el Acta de Valores de 1933, con su modificación es posible que emisores extranjeros amparados en esta regulación puedan colocar acciones entre inversionistas locales sin necesidad de autorización de derechos de emisión e intercambio. La regla 144A es más que una innovación y ha sido calificada como la regla puede permitir a los Estados Unidos entrar en la competencia con otros mercados de valores. Esta regla crea una excepción sobre el registro en los Estados Unidos de recompra de ciertas acciones por los inversionistas institucionales calificados (QIB's). Los valores no requieren registro sobre su intercambio en ese país, un inversionista calificado debe tener al menos 100 millones de dólares, o 10 millones para broker/dealer, propias o invertido en acciones de emisores no afiliados.⁷⁹

De esa manera a través de los American Depositary Receipts (ADR's) y los Global Depositary Receipts (GDR's) que se emiten en el marco de la regulación 144A y a la regulación S de la Comisión Nacional de Valores de los Estados

⁷⁸ FMI, Op. Cit. p.17.

⁷⁹ The Guide to World Equity Markets 1991. Edited por Selina O'Connor y David Smith. Euromoney Publications, Londres, 1991.

Unidos, los emisores pueden hacer colocaciones privadas entre grandes inversionistas. Las empresas emisoras sólo están obligadas a presentar informes regulares a la SEC conforme las reglas contables de los Estados Unidos, pero no es necesario su registro ni la divulgación pública de la información financiera. Así, se trata de valores derivados con registro limitado que sólo pueden ser adquiridos por inversionistas calificados (QIB), éstos es bancos de ahorro, comerciales o de inversión, fondos mutualistas y de pensión, fideicomisos, corporaciones, entre otros.

"Así, las Regulaciones 144A y S en conjunto permiten que ofertas extranjeras tengan acceso a los mercados financieros de los Estados Unidos, que los inversionistas institucionales, por su cuenta o a través de una representación de inversionistas individuales, negocien valores de emisoras extranjeras, y que instituciones estadounidenses realicen ofertas de valores extranjeros en mercados foráneos. Por ello se ha dicho que la SEC ha hecho realmente posible contar con un mercado financiero global."⁸⁰

Los factores de calificación de los participantes del mercado de bonos son sistemáticamente considerados para el establecimiento del valor de los bonos. Entre otros elementos se evalúan: 1. las condiciones políticas y la disposición del gobierno hacia la reforma económica, la habilidad para instrumentar las políticas y el soporte popular; 2. las condiciones macroeconómicas, especialmente las expectativas de inflación, crecimiento y política fiscal; 3. los avances en las reformas estructurales; 4. la posición de la balanza de pagos y sus perspectivas.⁸¹

⁸⁰ Edgar Ortiz. GDR's Atractiva Opción para el Financiamiento Internacional", en Revista Capital. México, abril de 1992, p. 43.

⁸¹ FMI. Op. Cit. p. 19.

Por lo que toca a la colocación de acciones de los países subdesarrollados en los mercados internacionales, ésta creció rápidamente entre 1991 y 1993. Se contrajo desde el primer trimestre de 1994, cayendo tanto la emisión como los precios de las acciones en la mayoría de los países subdesarrollados.

Las compañías latinoamericanas colocaron en el mercado internacional acciones por 5.7 mil millones de dólares en 1993, en el primer semestre de 1994, 1.8 mil millones, como puede verse en el cuadro 37. Se estima que en 1994 colocaron alrededor de 3 mil millones y en el primer semestre de 1995 menos de 500 millones.⁸²

Las emisiones latinoamericanas han ocurrido principalmente a través de ADR's y GDR's y sostenidas por los procesos de privatización, en particular de los sectores energéticos y de telefonía. Por ejemplo, los 2.4 mil millones colocados en 1993 con la privatización de Yacimientos Petrolíferos Fiscales de Argentina, las colocaciones de parte del paquete accionario privatizado de Teléfonos de México en 1991, o bien la esperada colocación procedente de la privatización en curso de la compañía brasileña Vale Río Doce cuyos activos ascienden a los 12 mil millones de dólares y las colocaciones derivadas de la privatización en proceso de la petroquímica mexicana. A lo que debe agregarse la oferta pública en los mercados internacionales de muchas de las mayores empresas públicas y privadas como también los bancos e intermediarios financieros de la región, tales como Banamex, Bancomer, Itausa, Banco do Brasil, Bradesco, Banco Galicia, Banco de Bogotá, Banco Ganadero, Banco de Chile, Cemex,

⁸² FMI, Op. Cit. p. 21. Las cifras para todo 1994 y para 1995 son estimaciones propias.

Vitro, Carso, Alfa, Eletrobras, Telebras, Usiminas, Televisa, sólo por mencionar algunas.⁸³

Además de la colocación de acciones, ADR's y GDR's, la compra directa de acciones o de instrumentos en el mercado de dinero por parte de inversionistas internacionales ha sido una fuente importante de flujos de capital. Sin embargo, el FMI no presenta información relativa a estos flujos, de quienes reconoce son más inestables.

Una idea de la magnitud de estos flujos la ofrece el crecimiento de los fondos mutuos especializados en instrumentos de los mercados emergentes que pasaron de 91 en 1988 a más de 650 en 1994, sumando un total de activos a 1993 superior a los 81 mil millones de dólares.⁸⁴ Su rápido crecimiento también refleja el rápido aumento en el precio de las acciones en particular durante 1993, cuando el crecimiento en promedio de los índices de precios de los mercados bursátiles de los países subdesarrollados crecieron un 75%.

A pesar de la caída del precio de las acciones durante 1994 y el primer trimestre de 1995, el activo neto de estos fondos llegó a los 90 mil millones de dólares en 1994. Dichos fondos para América Latina representaban el 12% del total de activos netos de los fondos de los mercados emergentes.⁸⁵

La colocación de capitales en el mercado local de dinero fue atraída de manera particular cuando en 1993 la SEC otorgó el "ready market status" a los instrumentos de deuda del gobierno mexicano denominados en pesos, (Cetes, Ajustabonos, y Bondes), con lo cual las compañías de valores estadounidenses pueden asignar solamente el 7% cargo de capital contra el 100% requerido

⁸³ Al respecto puede verse U.S./Latin Trade, julio de 1995. La Corporación Financiera Internacional explica estos éxitos por : "Un círculo virtuoso de privatizaciones, profundas reformas económicas y expansión de oportunidades de inversión, estaban impulsando la espectacular alza de las bolsas de la región."

⁸⁴ FMI.Op. Cit. p.25.

⁸⁵ FMI. Ibidem.

previamente. Además, en muchos países acreedores, el promedio de provisiones requeridas para cubrir su exposición hacia los países en vías de desarrollo ha disminuido.⁸⁶

Respecto de la Inversión Extranjera Directa (IED), el reciente crecimiento de ésta hacia algunos países en vías de desarrollo coincide con el periodo de flujos crecientes de inversiones de cartera. Su crecimiento ha estado vinculado a factores que tienen una influencia limitada en un periodo de tiempo, como las privatizaciones o el reposicionamiento en la tenencia de activos de las empresas extranjeras en respuesta a las reformas económicas.

El propio FMI reconoce que es un error considerar a la IED como una fuente estable de financiamiento, porque cuando existen dificultades en la balanza de pagos, el impacto neto de las transacciones asociadas con dicha inversión sobre las cuentas externas, exacerba el desequilibrio.⁸⁷

De acuerdo con cifras del FMI y del Banco Mundial, la IED hacia América Latina alcanzó los 14 mil millones de dólares en 1992, 13 mil millones en 1993 y 18 mil millones de dólares en 1994. (Véase el cuadro 38) La mayor parte hacia México y Argentina, y en menor medida hacia Chile, Venezuela, Brasil y Colombia.

Sin embargo, más del 50% de los flujos de IED dirigidos a los países en vías de desarrollo, se canalizó hacia los países asiáticos, en especial China. En América Latina estos flujos han sido atraídos por el proceso de privatizaciones y el ritmo de crecimiento económico. Por ello, el potencial de crecimiento de éstos en los próximos años depende del tamaño de los activos que aún permanecen en manos de los gobiernos y que puedan ser vendidos.⁸⁸

⁸⁶ FMI. Op. Cit. p.34.

⁸⁷ FMI. Op. Cit. p. 35.

⁸⁸ FMI. Op.Cit. p. 36.

El crecimiento económico regional también fue un elemento que explica el ascenso de la IED no sólo porque ofrece mayores oportunidades de inversión sino también porque provee fondos para la reinversión. La reinversión de ganancias son fondos más baratos para las empresas y han sido la mayor parte de los flujos de IED en estos años. Pero la reinversión de ganancias se mueve cíclicamente y la expectativa de un menor crecimiento económico regional en los próximos años, puede esperarse que también la reducirá.⁸⁹

El Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal anunció el 4 de febrero de 1994 la elevación en un cuarto de punto de la tasa de fondos federales, pasando de 3% a 3.25%, un movimiento al alza por primera vez desde el inicio de 1989. Elevándola en seis sucesivas ocasiones durante 1994, una vez más en febrero de 1995 y finalmente ajustándola a la baja en julio de 1995, frente a la cifra de 0.5% de crecimiento en el segundo trimestre, la más baja para un trimestre desde el inicio de la recuperación.

Durante 1994 el dólar se devaluó frente al marco en un 10.9% y en un 10.8% frente al yen. Nuevamente durante 1995 el dólar llegó a acumular una pérdida cambiaria frente al yen y al marco del 20%. La cotización del dólar frente a estas monedas fue afectada por la propia crisis mexicana y la incertidumbre respecto de la capacidad de las autoridades financieras para frenar los riesgos de un daño significativo sobre los intermediarios financieros más comprometidos.

El mercado de bonos estadounidense e internacional sufrieron fuertes pérdidas desde el inicio de 1994 asociadas con el incremento de las tasas de interés en los Estados Unidos y en particular los títulos de los mercados emergentes. La demanda por dichos valores empezó a caer dramáticamente, pero se creía que podrían restablecerse las tendencias de crecimiento del

⁸⁹ FMI. Ibidem.

mercado en el segundo semestre del año, a la manera de la moderada caída y recuperación de mediados de 1992. Se consideraba que se recuperarían los mercados de dichos títulos en la medida en que se ampliara el número de participantes en dicho mercado (la base inversora), precios apropiados y manejo del riesgo; y, continuidad en las políticas.

El flujo de fondos desde los mercados privados cayó como señala el FMI de manera dramática en 1994, con el alza en las tasas de interés estadounidenses, tuvieron una moderada recuperación en junio para volver a caer en los meses sucesivos, no sólo frente a la incertidumbre de las tasas de interés, sino hacia noviembre, frente a la certidumbre de su elevación. Además, los países empezaron a entrar a una etapa de creciente amortización de deuda procedente de los vencimientos de los bonos emitidos al inicio de la década.

Después de la turbulencia de los mercados de principios de 1994, los países e intermediarios financieros empezaron a usar técnicas de crédito mejoradas tales como bonos con opción de conversión en acciones, bonos con colaterales, put options y valores gubernamentales con cobertura cambiaria, como los Tesobonos.

Aún así, la colocación de valores de los mercados latinoamericanos fue descendiendo. En particular, México buscó mantener el nivel de flujo de capitales desde febrero de 1994 a través de cambiar las tenencias de inversionistas extranjeros de valores gubernamentales en pesos por instrumentos de cobertura (Tesobonos), que en diciembre de ese mismo año llegaron a ser cerca de 30 mil millones de dólares. Dichos instrumentos, con vencimientos menores a un año, se convirtieron en uno de los elementos que precipitó la mayor incertidumbre entre los inversionistas extranjeros y la imposibilidad de saldarlos en los meses sucesivos fue una de las más importantes

preocupaciones de las autoridades estadounidenses que llevaron a los acuerdos swaps con garantía petrolera que se firmaron en febrero de 1995.

Realmente México era considerado entre los inversionistas como patrón de referencia. Según el FMI, "Observers suggest that Mexican bonds are frequently as a benchmark, since México is generally viewed as one of the best credit risks among those developing countries that previously rescheduled debts to private foreign creditors..."⁹⁰ De manera que la crisis mexicana precipita una reconfiguración de la cartera de los mayores inversionistas, en particular de los Estados Unidos.

Los préstamos bancarios hacia los países latinoamericanos fueron muy bajos en 1994 llegaron a 1 mil millones de dólares, mientras que en 1993 fueron de 1.8 mil millones, recuperándose la tendencia de crecimiento de enero a abril de 1995 que fueron 1.5 mil millones de dólares. Sin embargo, 1 mil millones fueron solamente para recapitalizar el sector bancario argentino.⁹¹

La expansión de los mercados financieros internacionales, pero en particular del mercado estadounidense ha estado ampliamente basada en la titulación de activos. De acuerdo con la OCDE, la decisión del inversionista de comprar un valor está en gran medida separada de la posición crediticia de la institución originaria, la decisión depende tanto de la percepción del inversor sobre la capacidad de los activos subyacentes de generar el flujo de efectivo necesario para cumplir el pago contraído, como también del grado de protección incorporado en la estructura del valor en si mismo.⁹² Los activos subyacentes más comunes son las hipotecas, los pagarés de tarjetas de crédito, los créditos para autos, los créditos al consumo, etc. El estudio de la OCDE también señala que los incentivos para la titulación de activos van en sentido

⁹⁰ FMI, Op. Cit. p. 17.

⁹¹ OCDE, Financial Market Trends, Junio de 1995, p. 80.

⁹² OCDE, Op. Cit. p. 33.

inverso a la fortaleza de los intermediarios financieros. Por ello, la titulación se ha convertido en un rasgo característico del sistema financiero estadounidense.⁹³

Así, el compromiso original de financiamiento por 3.5 mil millones de dólares de la banca comercial en el llamado paquete de rescate del gobierno de Clinton, encabezado principalmente por JP Morgan y Citibank, ha sido convertido en el compromiso de participar en la colocación de nuevos bonos del gobierno mexicano susceptibles de ser convertidos en participación accionaria en la privatización de la industria petroquímica o bien en participación accionaria en la banca local.

Sin embargo, la severa turbulencia en el mercado de bonos durante 1994 afectó a los intermediarios financieros estadounidenses, las más importantes agencias calificadoras disminuyeron el rating de varias casas de bolsa como resultado de la mayor volatilidad de los mercados de dinero y capitales que deprimió sus ganancias en 1994. Se considera que la competencia en el sector se ha intensificado en la medida en que se han relajado los límites que separaban las casas de bolsa de la banca comercial, por lo que se espera que muchas casas de bolsa menos capitalizadas puedan volverse vulnerables y se vean envueltas en procesos de adquisición por instituciones locales o extranjeras. También la calificación de los mayores bancos disminuyó en el tercer trimestre de 1995 en función de la frágil posición de la carteras, en particular en créditos al consumo.⁹⁴

Así, se comprende la posición de las autoridades financieras estadounidenses de controlar los efectos de la sucesiva elevación de las tasas de interés sobre el mercado financiero local y la posición de los intermediarios, que frente a la turbulencia en el mercado de bonos y la elevación sistemática

⁹³ OCDE. Op. Cit. p. 39.

⁹⁴ OCDE. Op. Cit. p. 143.

de los costos de fondeo, pueden enfrentar una fragilización de sus balances. De acuerdo con el informe anual de la Reserva Federal de Nueva York de 1994, como efecto de la sucesiva elevación de las tasas de interés, los bancos perdieron flexibilidad en la administración de sus posiciones de reserva y para finalizar 1994, el potencial de dificultades operativas asociadas con los bajos saldos en reserva habían reaparecido.⁹⁵

Además, como efecto del alza en las tasas de interés, el rendimiento neto de una gran variedad de bonos de los fondos mutuos fueron negativos en 1994, en muchos casos en los que se habían reportado importantes ganancias en 1993. A lo largo de 1994, se sucedieron significativas pérdidas financieras en el mercado de valores doméstico, en algunos casos estas pérdidas estuvieron ligadas a la exposición en instrumentos derivados que acrecentaron el efecto de los movimientos en los rendimientos sobre los pagos de interés.⁹⁶

Jeffrey Schaefer director de investigación de la Asociación de la Industria de Valores calcula que entre enero y noviembre de 1994 la pérdida de valor en los mercados de bonos (diferente al mercado accionario) fue casi tan severa como el desplome en los precios de las acciones en 1987, por alrededor de un billón de dólares. Sólo una recuperación hacia finales de 1994 evitó el desastre. Pero todos los principales índices de bonos terminaron significativamente abajo. En la medida en que el mercado de bonos es mayor que el mercado de capital (9 billones de dólares contra 5 billones de dólares) sus efectos estarán presente en los próximos años en la economía, ya que muchas empresas se financian a través de éstos.

Entre las peores víctimas de esta caída del mercado de bonos se encuentran las firmas de valores, los grandes bancos de inversión y los

⁹⁵ . Federal Reserve Bank of New York, Annual Report, 1994. p. 15.

⁹⁶ Federal Reserve...Op. Cit. p. 23.

corredores, que tienen las más grandes operaciones de negociación de bonos, en la lista que se analiza se mencionan Salomon Brothers, Morgan Stanley y Bear Stearns. En septiembre de 1994, el 90% del inventario de las firmas de valores de 233 000 millones de dólares consistía en bonos. Los grandes bancos de inversión representaban la mitad de esa cantidad. "Irónicamente, las mayores actividades de comercialización de las firmas de valores fueron una respuesta a su vulnerabilidad al ciclo de las tasas de interés. Un incremento en las tasas tiene un efecto negativo en la nueva emisión y en la comercialización secundaria de los valores. Una forma de reducir la exposición a éstos es buscar ingresos basados en comisiones, por ejemplo administración de fondos. Otro camino es invertir en la comercialización de bienes raíces y tener mayores inventarios en valores para cosechar utilidades más grandes cuando el ciclo es favorable.⁹⁷

Durante el primer trimestre de 1994 al menos 7 firmas bancarias, incluyendo el Bank of America, Barnett, Fleet and Wilmington Trust, prefirieron hacer multimillonarias contribuciones a sus fondos mutuos del mercado monetario para prevenirlos de pérdidas y otros Bank Holding Companies hicieron lo mismo pero no lo revelaron inmediatamente.⁹⁸

La estrategia de suave aterrizaje de la economía estadounidense también fue considerada para los mercados financieros y se expresó en las alternativas planteadas para los inversionistas en valores mexicanos. Sin embargo, esta estrategia de aterrizaje suave finalmente alcanzó sus límites en la precipitación de la crisis financiera mexicana de diciembre de 1994. El propio FMI identifica algunas de los principales límites de dicha estrategia, que en el caso de los mercados financieros de los países emergentes se basó en la

⁹⁷ Excelsior 3 de mayo de 1995, tomado de The Economist

⁹⁸ Edward J. Kane. "What is the value-added for large U.S. Banks in offering Mutual Funds?" en Working Paper No. 5111. National Bureau of Economic Research, Inc. p. 3

expansión del grupo de inversionistas, en la diversificación de los instrumentos y carteras, y en la elevación de los rendimientos y garantías de los instrumentos del mercado de dinero.

De acuerdo con el análisis del FMI, los beneficios ganados por la diversificación de cartera en valores de los mercados emergentes pueden perderse en períodos de importantes disturbios en los mercados. La volatilidad de las ganancias en muchos países de mercados emergentes no ha tendido de disminuir con el tiempo y en muchos países esta volatilidad se incrementó al inicio de 1994.⁹⁹

En un análisis tradicional, señala el FMI, un incremento en el número de inversionistas podría disminuir la volatilidad en el tiempo, conforme nuevos inversionistas agregan liquidez y mayor diversificación de las preferencias de riesgo. Sin embargo, los nuevos inversionistas pueden diferir de los anteriores por cuanto a sus expectativas de rendimiento, preferencias de riesgo y necesidades de liquidez, con lo que el incremento en la base inversora puede añadir volatilidad, como sucedió a través del rápido cambio en la tenencia de Cetes por Tesobonos en los portafolios de los fondos estadounidenses. Así, la crisis financiera mexicana y de los llamados mercados emergentes no puede terminarse de explicarse sin considerar la situación de los intermediarios financieros de aquel país y las condiciones que les llevaron a modificar la composición de sus portafolios.

Se asume que los inversionistas individuales no tiene capacidad de influir en el precio de los activos intercambiados en el mercado, en un marco tradicional de análisis. Pero en estructuras de mercado poco competitivas, con pocos y grandes inversionistas, éstos tienen la posibilidad de influir en los precios de los activos, un incremento en el número de grandes inversionistas, puede en

⁹⁹ FMI, Op. Cit. p. 29.

realidad añadir volatilidad a los mercados. Cuando los mercados de valores se abren a los inversionistas extranjeros en los países emergentes, tanto el volumen como la volatilidad en las compras por los inversionistas estadounidenses se ha incrementado sustancialmente, lo cual ha sido particularmente notorio en los casos de Argentina, Brasil y México.¹⁰⁰

La industria de valores de los Estados Unidos fue dañada por la turbulencia en el mercado de bonos. Además, está en curso la exacerbada competencia que implica la remoción de los límites entre la actividad bancaria y de valores. Sin embargo, posee un alto grado de concentración, el número de firmas de valores en Estados Unidos es de 7 400, pero según la Asociación de la Industria de Valores un poco más de 300 firmas de la Bolsa de Nueva York representaron el 68% de los ingresos de toda la industria en 1993. Las 10 principales firmas dominaron con una participación de 54% de los ingresos totales y controlaron 63% del capital de la industria. Las 25 compañías más importantes controlaron casi el 80% de los ingresos y del capital totales.

Sólo tres firmas de corretaje tienen cadenas de distribución para ventas al menudeo significativas, Merrill Lynch, Smith Barney (que en 1994 absorbió a Shearson de American Express) y PaineWebber.¹⁰¹

Entre las más importantes firmas que han participado en las colocaciones latinoamericanas se encuentran: Goldman Sachs, CitiBank, J.M. Morgan, Bankers Trust, CS First Boston, Salomon Brothers, Bear Stearns, Swiss Bank, Deutschebank, Chase Manhattan. Por cuanto a los tenedores de títulos de los mercados emergentes de la región, se estima que no son más de 150 grandes inversionistas los que han adquirido los ADR's y GDR's, encontrando ganancias significativas en el boom de los llamados "mercados emergentes".

¹⁰⁰ . FMI. Op. Cit. p. 30.

¹⁰¹ Excélsior, 28 de abril de 1995

Por cuanto a América Latina, la restricción de financiamiento presente en la liberalización de las importaciones de estos países, ha conducido de manera obligada a la apertura financiera que convierte la deuda privada en moneda extranjera en movimientos de cartera entre bancos y empresas. El límite de este fenómeno, aún poco reconocido en textos y revistas especializados, podría ser:

- el grado de disponibilidad de las autoridades financieras y monetarias locales para avanzar hacia una rápida coordinación monetaria y crediticia y hacia una desregulación del sector financiero.

- el grado de aceptación de los intermediarios financieros locales de levantar la protección a su sector y eventualmente perder el control del sistema financiero, en el curso de las crisis bancarias de 1994-1995 en Argentina, Brasil, Venezuela y México.

- el nivel de endeudamiento de las empresas locales y su capacidad de pago en condiciones de depresión de la demanda interna y externa.

- las condiciones en que se desenvuelva en los próximos meses la economía de los Estados Unidos y la capacidad de las autoridades financieras de gestionar con éxito los riesgos de una crisis entre los intermediarios financieros.

El efecto de la liberalización comercial de los últimos años en México y en los países latinoamericanos ha sido deflacionario. En la medida en que de manera recurrente deprime el comercio, la producción y la inversión, por la vía de la contracción de la demanda. El acelerado descenso en los precios relativos de los bienes comercializables de los países de la región y las sucesivas devaluaciones, disminuye su ingreso, sus condiciones de inversión y de empleo. Asimismo, la reciente crisis mexicana muestra que el camino de la apertura financiera no está exento de un alto riesgo de crisis financieras. Crisis que puede o no ser controladas por las autoridades financieras, pero que seguramente no

lo serán sin el apoyo del prestamista de última instancia en dólares, la Reserva Federal.

La crisis financiera mexicana representó un momento de "toma de utilidades" desordenada que precipitó un profundo debacle de las bolsas locales y por tanto de las cotizaciones de dichos valores. Sin embargo, corredurías y fondos de inversión estadounidenses mostraron renovado interés de compra, en tanto la región avanza hacia nuevas privatizaciones y en la medida en que los precios de los títulos locales se estabilizan y van surgiendo otros con mayores expectativas de rendimiento de frente a las perspectivas de menor crecimiento económico en Estados Unidos. En la medida en que esta dinámica se apoya en los procesos de privatizaciones y en la ampliación de la deuda pública de los estados de la región, su efecto mostrará nuevos límites.

Así, se comprende porque la política de las autoridades financieras estadounidenses durante 1994 hacia los mercados emergentes estuvo cuidadosamente dirigida a alcanzar un aterrizaje suave en el curso del estrechamiento de la política monetaria, buscando enfáticamente por un lado la consecución de la Cumbre de las Américas y, con ello, del consenso alcanzado entorno las reformas estructurales emprendidas en la región; y, por otro lado, contener las pérdidas asociadas al mercado de bonos y productos derivados, lo que enfatizaba la necesidad de disciplinar a los intermediarios con las posiciones latinoamericanas más importantes.

CAPITULO IV.

LA DESREGULACION FINANCIERA: UNA NUEVA COMPETENCIA

INTRODUCCION

El capítulo cuarto inicia el recorrido por los principales cambios en la competencia en el sector financiero, recorrido que continúa en el capítulo quinto. Se busca ofrecer los elementos para analizar el alcance de la internacionalización y desregulación financiera. La gestión activa de la banca sobre sus activos y pasivos, las operaciones fuera de balance, la tendencia a la titulación del crédito, la generalización de los productos derivados y su papel en la liquidez de los intermediarios y en los sistemas de pagos.

Los mercados financieros han cambiado sustancialmente con las tendencias a un creciente riesgo, a una mayor compartimentación, a una constante inestabilidad. Por un lado, los distintos intermediarios incursionan en operaciones de todo tipo, por otro lado, se van especializando en la promoción de algunos productos y la atención a un determinado grupo de clientes. Así, se sucede la universalización de los intermediarios, en el sentido de que se van diluyendo las fronteras entre intermediarios, los bancos incursionan directamente en el mercado de títulos, mientras que las casas de bolsa compiten en instrumentos antes sólo bancarios.

Asimismo, los problemas de supervisión se han hecho más complejos y los ámbitos y la efectividad en la acción de los bancos centrales está siendo cuestionada en los hechos con una creciente fragilidad de los mercados

financieros y los límites objetivos para controlar una crisis financiera de mayor alcance.

4.1 DESREGULACION Y GLOBALIZACION FINANCIERA

Por cuanto los conceptos existentes en alguna de la literatura más relevante de regulación y desregulación financiera, puede constatarse que se ha utilizado como el conjunto de normas y leyes que dictan las autoridades gubernamentales en la materia con el objetivo de mantener cierto control (también se ha debatido respecto de cuánto control y para qué) sobre los intermediarios financieros y sus operaciones. La desregulación, por tanto, podría entenderse como un paulatino o parcial alejamiento de las autoridades financieras respecto de los intermediarios y su quehacer. Podría entenderse en el sentido de suavizar las normas y leyes de control, dotando de mayor libertad a los intermediarios.

Una nueva regulación o la regulación resultante de la desregulación estaría por tanto, estableciendo normas para la competencia, reglas del juego. Regulando sobre la organización del mercado, de los intermediarios, de sus instrumentos, en general sobre las condiciones de la competencia. Aún cuando el objetivo de la regulación no sea explícitamente normar la competencia entre los intermediarios.

Sin embargo, el objetivo de la regulación también ha sido puesto en tela de juicio, para algunos análisis se regula con la finalidad de evitar crisis financieras, para otros con el objetivo de dirigir las actividades del sector y los flujos del financiamiento hacia algunos sectores en función de ciertas

necesidades político-económicas; para otros regular es mantener un nivel de crédito y por tanto una política monetaria que pueda someter las tendencias inflacionarias bajo control; para otros la regulación "legítima" es aquella que se efectúa para supervisar y vigilar a los intermediarios y ponerlos a salvaguarda de quiebras y malos manejos, mantener la confianza de los inversionistas en el sistema financiero y prevenir crisis financieras. En esta última perspectiva, el objetivo de regular el mercado y a los intermediarios sería proteger a los inversionistas y a los mercados de pérdidas irreparables, por ello se hace más énfasis en supervisar y no en regular. Ciertamente la supervisión tiene un ámbito muy preciso de acción, trabaja directamente con los intermediarios y su objetivo es impedir que se desarrollen mecanismos de competencia desleal, y vigilar que los intermediarios efectúen operaciones con suficiente cobertura, buscando prever y cubrir riesgos.

Resulta de interés, por tanto, reconocer cuáles fueron las condiciones que permitieron que los intermediarios fueran capaces de ir modificando su marco regulador, cambiando las reglas de la propia competencia, o mejor aún, competir sin reglas. Los propios intermediarios han podido aprovechar la falta o los rezagos en la normatividad para modificar en la práctica sus operaciones de intermediación de manera más conveniente para enfrentar la competencia. En ese sentido, un Senador Norteamericano dijo a principios de los ochenta que "más vale que nos apuremos a desregular la industria bancaria, antes de que se desregule sola".¹

La competencia entre los intermediarios se agudizó durante la presente crisis, a lo largo de sus primeros años se manifestó, no como lento crecimiento

¹ Citado sin más referencias por Jerry Jordan. "Reestructuración de las instituciones financieras en una economía global", en Revista Monetaria, Vol. XIII, No. 4, octubre-diciembre de 1990. Cemla.

de los activos bancarios, sino en la búsqueda de deudores solventes y una rápida ampliación de los activos bancarios.²

La desregulación en cuanto que modificación o levantamiento o simplemente evasión de las normas sobre las tasas de interés fue uno de los componentes más importantes para el amplio crecimiento del euromercado, en un principio como mercado del dólar a cargo de la propia banca estadounidense. Con el impuesto sobre créditos al extranjero a los bancos de Nueva York, el gobierno de ese país procuraba frenar la amplia salida de capitales que padecía principalmente por la acción de sus bancos y sus empresas transnacionales, agudizada en particular por el gasto militar.³ Sin embargo, los intermediarios financieros de los Estados Unidos trasladaron sus operaciones fuera de fronteras, lo que les permitió incluso ofrecer tasas pasivas superiores y tasas activas levemente inferiores. Este fue el inicio de lo que podría llamarse la desregulación internacional de las tasas de interés, al quedar los bancos estadounidenses, operando en dólares fuera de su territorio pueden desarrollar una política más discrecional y muy amplia en la gestión de sus activos y pasivos.

Muchos de los análisis al respecto se preguntan si la desregulación llegará a ser completa y pronto estaremos frente a una globalización integral de los mercados financieros; o bien, si en realidad el mercado financiero se encuentra frente a una recomposición de un nuevo marco regulador. Incluso entre los

² Ciertamente, la crisis económica no se inicia con una contracción generalizada de los activos bancarios. Por el contrario, como lo muestran las cifras manejadas en el capítulo I, los activos bancarios, en especial los activos externos se expandieron rápidamente. Las condiciones inadecuadas de la ganancia lanzaron a los intermediarios financieros a la búsqueda de deudores solventes. La insolvencia fue presentándose posteriormente cuando la palanca del crédito para superar los problemas de realización encontró límites al refinanciamiento.

³ Paul Volcker y Toyoo Gyohten. *Changing fortunes: the world's money and threat to American leadership*. Times Books. New York, 1992. Caps.2 y 3.

institutos reguladores o de análisis de los países o entre diversos organismos internacionales encontramos diferencias de significación no sólo respecto de que si estamos frente a una desregulación total o frente a un cambio en ésta, sino también respecto de qué hacer.

Los distintos enfoques sobre la desregulación poseen diferencias que proceden, fundamentalmente de: una posición más bien ideológica-política acerca del mercado y su capacidad de asignación eficiente; y, de la caracterización de los orígenes de la desregulación financiera.

Un gran cantidad de autores han considerado que la regulación financiera con la acentuada intervención de los gobiernos fueron creando la ineficiencia del mercado y de los intermediarios, a lo que coadyuvaron las políticas macroeconómicas. Así, la desregulación, que fue posible gracias a la innovación financiera y las modernas tecnologías en comunicación e informática, avanza en medio de la inestabilidad financiera hasta que realmente se logre articular el mundo financiero por la fuerza de un mercado libre y realmente mundial. En esta versión, aunque la desregulación se ha dado en medio de la inestabilidad financiera, ésta última procede de las condiciones preexistentes y no de la propia desregulación. Sólo el retiro del Estado y la desregulación garantizará la vuelta a la estabilidad financiera con intermediarios y mercados financieros consolidados.

Otros autores consideran que el proceso de desregulación se origina en medio de la inestabilidad financiera. La desregulación procede de la internacionalización de las actividades financieras y el rezago en la concertación de un marco regulador eficiente a las nuevas necesidades de la globalización económica.

En la aproximación que se plantea este trabajo, la desregulación financiera es parte del proceso de competencia por los mercados y una nueva

regulación eficiente a un nuevo reparto económico de éstos será una condición necesaria para una nueva etapa de expansión capitalista.

En la literatura especializada uno de los aspectos de la crisis de largo plazo que más se han analizado, se refiere al ámbito financiero, insistiendo en la presencia de un proceso de desregulación, especialmente importante en la década de los ochenta, y que está conduciendo a una globalización financiera. A continuación se recuperan algunos de las ideas planteadas al respecto.

Hacia 1985, R.M. Pecchioli en un estudio de la OCDE a cargo de D.K.R. Klein a la sazón director del Deutsche Bundesbank, no plantea la idea de globalización, sino de interrelación del mercado internacional con los mercados locales. Propiamente el fenómeno que se identifica, aparece con la expansión del mercado financiero internacional, es un proceso de una "...los diversos compartimientos del mercado internacional de capitales con los mercados interiores correspondientes." Tampoco se recoge la tendencia a la desregulación, sino propiamente se identifica un proceso de "...aflojamiento de las limitaciones con que operan los bancos".⁴

Según Timothy Heyman la desregulación financiera procede de una modificación en los criterios y objetivos de las políticas económicas, que coincidió con avances tecnológicos en la telecomunicación y computación, ambos "...dieron lugar a una mayor internacionalización de los mercados de las tres zonas horarias...La computación abrió la posibilidad de incorporar importantes avances de la teoría financiera de los años 1960 y 1970 (teoría de portafolios y teoría de opciones) a los problemas de administración de riesgos en los mercados financieros internacionales."⁵

⁴ . R.M. Pechioli. Les Pouvoirs Publics Face à L'Internationalisation des Activités Bancaires. OCDE, 1985. p. 31

⁵ Véase, Catherine Mansell. Las Nuevas Finanzas en México. Editorial Milenio, 1992. México. p. xxviii.

Segun Itzhak Swary y Barry Topf, "El mercado de capital y de servicios de financiamiento se está volviendo cada vez más global, y las fronteras nacionales están desempeñando un papel siempre decreciente".⁶ De acuerdo con la visión de estos autores, los bancos locales de las mayores economías han venido enfrentado la competencia de los bancos extranjeros, al mismo tiempo en que los primeros compiten en los mercados extranjeros e internacionales. Así, se ha sucedido un proceso de globalización de los mercados financieros en donde la desregulación ha sido a la vez causa y resultado de dicha globalización. "La desregulación bancaria ha sido una causa y un resultado de la globalización de los mercados financieros. A menudo se ha desmantelado la regulación protectora para estimular la competencia en la provisión de servicios financieros como parte de un movimiento más general hacia una competencia más libre, ésto ha requerido con frecuencia una desregulación más profunda para permitir que los bancos sobrevivan y compitan en los mercados más competitivos que han surgido"⁷

Respecto de la desregulación los autores señalan que ésta "...ha asumido la forma de una liberalización de las tasas de interés...(en otros casos)...significó la reducción de los requerimientos de reservas, la eliminación de las restricciones impuestas a la expansión geográfica y las actividades no bancarias, y redujo la protección contra los competidores extranjeros. El proceso de desregulación ha provisto a los bancos la oportunidad de realizar actividades relacionadas con la banca de inversión."⁸ En opinión de estos autores, en la medida en que avance la globalización financiera la banca internacional como tal tenderá a reducir su papel: "Creemos que la actividad bancaria internacional se frenará e incluso declinará, al mismo tiempo que

⁶ Itzhak Swary y Barry Topf. La Desregulación Financiera Global, Ed. FCE, México, 1993. p. 10.

⁷ Ibidem.

⁸ Ibid. p. 11.

ocurrirán algunos cambios básicos en su naturaleza y se transformará el papel de los bancos en el sistema financiero...La convergencia global del sistema financiero reducirá el papel de la banca internacional. Los bancos internacionales serán sólo otro tipo de intermediarios que participan en el proceso de los flujos de capital entre países donde hay un mínimo de presencia física extranjera".⁹

Según Andrew Sheng "El mundo se está convirtiendo en un gran mercado financiero a través de la liberalización de los controles cambiarios, libertad de las tasas de cambio, y mejoramiento en las telecomunicaciones y en los procesos tecnológicos de los bancos".¹⁰ Para alcanzar esta globalización los gobiernos han contribuido a través de la desregulación, aunque este proceso varía de un país a otro.¹¹

De acuerdo con Jerry Jordan en la década de los ochenta la desregulación de los servicios financieros fue fuertemente impulsada por la tecnología y la innovación. "La globalización de las carteras de activos ha empezado a incluir bienes inmuebles, además de acciones ordinarias y los títulos de deuda denominados en diversas monedas". También para Jordan, la globalización incluye a los mercados de bienes: "Todo esto ha dado lugar a la aparición de empresas supranacionales que operan en áreas comerciales mucho más amplias que las delimitadas por las fronteras geográficas de las naciones o Estados".¹²

Otra prueba de la globalización de acuerdo con este autor es que: "En los años recientes, la negociación de instrumentos financieros ha empezado a

⁹ Ibid. pp. 11-12.

¹⁰ Andrew Sheng p. 201.

¹¹ Andrew Sheng pp. 201-202.

¹² Jerry Jordan "Reestructuración de las instituciones financieras en una economía global", en Revista Monetaria, Vol. XIII, No. 4, octubre-diciembre de 1990. Cmla. pp. 402-403.

operar en jornadas de 24 horas, con la resultante interconexión entre los grandes mercados de títulos de deuda y capital accionario del mundo entero".¹³

Para el citado autor, es propiamente el desarrollo tecnológico alcanzado el que fue expandiendo el área de mercado económicamente eficiente, "...el control político de tal actividad económica por las autoridades regulatorias de un sólo país se ha vuelto menos factible." ¹⁴

Por ello, el autor considera que la desregulación es irreversible. Así, la "...retirada de la regulación gubernamental promete ser tan dramática y duradera, aunque en dirección opuesta, como lo acontecido durante la depresión mundial de los años treinta". ¹⁵

Más adelante el autor ofrece una panorámica de lo que podría llegar a ser una industria financiera sin injerencia gubernamental. En primer lugar sería una industria sin fronteras "artificiales"; sin límites en las tasas de interés, sin controles sobre el crédito, ni prohibición respecto de la moneda en que pueda denominarse, ni requisitos de encaje legal, ni de capital mínimo, ni coeficiente de endeudamiento ni seguro de depósito. ¹⁶

Volviendo a la realidad el autor señala que es previsible que durante la década de los noventa los gobiernos seguirán monopolizando la emisión de moneda de curso forzoso dentro de sus fronteras políticas, pero aceptando que habrá depósitos en otras monedas en su territorio. ¹⁷

Sin embargo, es posible prever que en el futuro inmediato la emisión privada de "moneda electrónica" o de "título de crédito contra el banco emisor" compita con la moneda de curso forzoso. Si bien los saldos de la moneda

¹³ Ibid. p. 403

¹⁴ Ibid. p. 403.

¹⁵ Ibid. p. 401.

¹⁶ Ibid. p. 404.

¹⁷ Ibid. p. 405

"privada" están denominados en una moneda nacional. "En el futuro las "monedas competidoras" constituirán una dimensión cada vez más significativa del sistema financiero global. El precepto de que el "dinero de alta confianza desplaza al de baja confianza" impondrá a la emisión de unidades de dinero fiduciario la disciplina del mercado".¹⁸

Resulta muy importante que el propio Jordan, en 1990 primer vicepresidente del First Interstate Bancorp y creyente del mercado, constata que la globalización financiera actual encuentra su límite en la existencia de unidades monetarias nacionales y que su destrucción es parte del proceso de integración plena de los mercados. Destrucción que en su opinión corre a cargo de las monedas-crédito emitidas por bancos privados, éste es del dinero electrónico. "Los gobiernos todavía tienen el monopolio de la moneda de curso legal y las unidades de cuenta, pero no el de los ya aceptados medio de cambio denominados en tales unidades. Los medios de cambio emitidos privadamente, como son los depósitos a la vista en los bancos o los cheques de viajero, se aceptan como medios de pago, aunque estén denominados en unidades monetarias extranjeras."¹⁹

Así, queda planteado como la desregulación financiera y con ello la tendencia a la globalización, impulsan la destrucción de aquellas monedas que no son aceptadas como medios de pago fuera de su territorio. E incluso en su propio espacio nacional tenderían a ser sustituidas por dinero de alta confianza. Ello, además de la pérdida de control sobre el sistema de pagos, la política monetaria y financiera local, y todo el cuestionamiento político asociado a la cesión de soberanía, plantea el problema del financiamiento de activos cuya valoración y reproducción se sucede en los mercados así

¹⁸ Ibid. p. 407

¹⁹ Ibid. pp. 406-407.

"destruidos" o sustituidos por el aparato productivo-financiero que se impone. Dichos movimiento, en el curso de una crisis que abrió los espacios económicos a una competencia irrestricta, no puede hacerse sino a costa de una desvalorización y destrucción profunda de los activos económicos denominados en la moneda desplazada.

De acuerdo con un estudio reciente de la Bolsa Mexicana de Valores, "La globalización financiera se define como la generación de una estructura de mercado caracterizada por el comercio de capitales a nivel mundial, por parte de agentes que consideran las actividades financieras nacionales e internacionales como parte integral de su actividad y que han representado una mayor diversificación y expansión de las fuentes y usos de fondos financieros...el incremento en la volatilidad de las tasa de interés es uno de los factores económicos que más importancia ha tenido en la explicación de la globalización financiera".²⁰

Norman Strunk coautor del libro *Where Deregulation Went Wrong*, concibe la regulación como parte de la política económica, Esta, al modificar sus objetivos, empieza a desregular el sector financiero en la era de Reagan. El levantamiento de la regulación Q sobre tope a la tasa de interés que se dio en los setenta en los Estados Unidos, se concibe también como desregulación. Agrega que un lado poco estudiado por los historiadores de este proceso desregulador son los cambios en las reglas de composición de los Consejos de Administración de las instituciones financieras, así como los límites a la concentración accionaria.²¹

²⁰ Bolsa Mexicana de Valores. *El Proceso de Globalización Financiera en México*. Ed, Bolsa Mexicana de Valores. 1992. México. pp.16 y 19

²¹ Norman Strunk. "The Saving and Loan Story", en Martin Felstein (Editor) *The risk of Economic Crisis*. University of Chicago Press. 1991. Chicago. p. 58. Es también coautor del libro *Where Deregulation Went Wrong*.

Para Paul Krugman, ciertamente los mercados financieros internacionales están integrados en un grado sin precedente, gracias a las modernas comunicaciones y procesamiento de información. Sin embargo, considera que los mercados internacionales de productos y de capitales estaban altamente integrados desde finales del siglo pasado. Y no es claro que exista alguna diferencia económica entre realizar una transacción en un segundo vía computadora o una hora vía telégrafo. Lo que es claro es que gracias a los efectos de la liberalización comercial, la eliminación de los controles de capital, la desregulación financiera, los mercados internacionales están ahora más integrados que en cualquier otra época desde 1930.²²

Por su parte, George Kaufman reconoce que la globalización en curso de los mercados financieros se sucede en medio de estructuras bancarias y formas de operación distintas entre los países, lo que señala un límite a la globalización.²³

Para Michel Aglietta la globalización financiera se ha sucedido en dos etapas. En la primera, durante la década de los setenta, el shock petrolero modificó el reparto del ingreso mundial en favor de las regiones con fuerte tasa de ahorro, el financiamiento por el sistema bancario internacional permitió evitar a la economía mundial una presión deflacionista. La segunda etapa de la mundialización financiera se inició a fines de 1979. El centro de los desequilibrios pasó a los países del norte y el financiamiento de déficit de Estados Unidos modificó la distribución del ingreso mundial.²⁴

²² Paul Krugman. "Financial Crises in the International Economy", en Martin Felstein (Editor). Op. Cit. p. 86.

²³ George Kaufman. *Banking Structures in the major countries*. Kluwer Academic Publishers. 1991. Nueva York.

²⁴ Michel Aglietta, et. al. *Globalisation Financiere: L'aventure obligée*. Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales. Ed. Economica, 1990. París. p. 3

Según este autor el exceso de endeudamiento, la gran inestabilidad de los tipos de cambio, las olas especulativas sobre las bolsas de valores, han contenido las ilusiones de los que creían que los mercados libres se disciplinaban por sí mismos. La eficacia de los mercados para promover la competencia y disminuir los costos del financiamiento no han entrañado su convergencia hacia un equilibrio estable, sino todo lo contrario. Así, para este autor, la globalización financiera implica un reto a la regulación del sector y no una desaparición de ésta. La incertidumbre es corrosiva para las finanzas, ella es la razón de los desequilibrios acumulados que, dejados a sí mismos, pueden provocar las crisis. En su propuesta de análisis, es la función del prestamista en última instancia, de los bancos centrales, a través de una combinación de reglamentación prudencial, vigilancia y detección de las partes más débiles, de intervención discrecional, la vía de resolución. La globalización financiera en curso, pone en la mesa el debate la cooperación entre los bancos centrales para prestar de conjunto el servicio de prestamista en última instancia:

"La globalización financiera no hace espontáneamente una buena compañía con la separación de los espacios monetarios. La discordancia extrema entre las políticas presupuestales...ha entrañado una variación poco común de las tasas de cambio y de interés...El aprendizaje de interdependencia concierne igualmente a los gobiernos...Los desequilibrios acumulados hasta ahora harían menos presión sobre las tasas de cambio y de interés si los gobiernos utilizan juiciosamente el grado de libertad nuevo que significa la pluralidad de monedas en un sistema financiero integrado: la administración activa de la composición por divisas de su deuda pública....La

exigencia de coordinar políticas nacionales cede el paso a la corresponsabilidad en la regulación de una coyuntura mundial" ²⁵

Laurence Summers, importante asesor económico de Lloyd Bentsen y subsecretario de Estado con Robert Rubin, opina respecto de la desregulación financiera que, los economistas tradicionales que están a favor de la libertad y no-regulación de los mercados no pueden, reflexivamente, aplicarlo a las instituciones financieras. Desde su punto de vista una presencia reguladora de los bancos centrales es necesaria, y además es deseable una activa estrategia del prestamista en última instancia. ²⁶

Según el Banco de Pagos Internacionales la estructura de los mercados financieros ha tenido profundos cambios en los años ochenta, en muchos aspectos estos cambios representan el fortalecimiento de las tendencias que emergieron en los setenta de creciente ascendencia de la filosofía de libre mercado, condiciones macroeconómicas favorables y una aceleración en la innovación tecnológica.

Para el citado instituto, la velocidad de estos cambios varía de país a país pero la dirección y los rasgos esenciales del proceso son comunes. Al inicio de la década de los noventa muchas restricciones que limitaban la competencia y que estaban todavía presentes a fines de los setenta habían sido removidas: restricciones en el tipo de negocios; en la localización geográfica; en la operación de las empresas financieras; en algunos casos techos sobre tasas de interés y/o tolerancia oficial a los arreglos tipo cartel. Al inicio de los noventa ningún país de los más desarrollados conserva techos sobre las tasas de interés, ni otras restricciones sobre préstamos; las restricciones sobre el tipo de negocios de los intermediarios han sido sustancialmente reducidos; son raros los casos de

²⁵ Ibid. p. 7.

²⁶ Lawrence H. Summers. "Consequences of Financial Crises", en Martin Felstein (Editor)... Op. Cit. p. 148.

inversiones obligatorias y en todo caso son de poca significación; restricciones de cartera sobre inversionistas institucionales tales como fondos de pensiones y compañías de seguros han sido relajadas; los requerimientos de reserva obligatoria han sido reducidos; los controles sobre transacciones en monedas extranjeras y flujos de capital externo han sido en gran medida quitados; restricciones sobre tasas activas son cosa del pasado y sólo pocos países, notablemente Japón, mantienen significativos controles sobre tasas pasivas al menudeo o comisiones de corretaje fijas.²⁷

Asimismo, dicho Banco constata que la variedad de instrumentos se multiplicó: en 1980 pocos países habían establecido mercados para bonos del tesoro, certificados de depósito, papel comercial, para 1991 lo habían hecho todos los de mayor desarrollo; además con el avance de la técnica y la aplicación de la teoría financiera, en la década crecieron instrumentos sofisticados como futuros, opciones, swaps y combinaciones de éstos.²⁸

Más allá de lo que uno u otro autor conceptualiza como globalización y desregulación financiera, se ha sucedido durante las décadas de los setenta y ochenta una liberalización de las barreras a la competencia económica y financiera en distintos mercados.

Los más importantes elementos de desregulación de muchos de los mercados financieros podrían enumerarse muy sintéticamente como sigue:

1. Desregulación de tasas de interés. Se han quitado las reglamentaciones que imponían techos sobre éstas, aunque las tasas de descuento de los títulos gubernamentales continúan teniendo un papel importante en los mercados, propiamente como tasas piso.

²⁷ Banco de Pagos Internacionales. Informe Anual. Junio de 1992. Basilea. pp.191-192.

²⁸ Ibid. p. 193

2. Se han simplificado los controles de crédito, de inversión y de depósitos obligatorios, cuando no abolido completamente.

3. Se ha incrementado el número de intermediarios financieros y ha avanzado la desespecialización y la diversificación de éstos.

4. Se ha multiplicado el número de instrumentos financieros con reglas mínimas respecto de su creación, operatoria y expresión en los balances de las instituciones. Sin embargo, dichas reglas varían considerablemente de un mercado a otro.

5. En muchos países, especialmente los subdesarrollados, han sido removidos muchos de los obstáculos que impedían la expansión doméstica de los intermediarios extranjeros. Sin embargo, dicha remoción en los países desarrollados se ha venido efectuando a través de acuerdos regionales como el TLC y UE. En esta expansión de los intermediarios por diversos mercados, la aplicación de la informática y de las telecomunicaciones han sido un elemento dinamizador.²⁹

4.2 DESREGULACION FINANCIERA: UNA VISION ALTERNATIVA.

Se ha señalado como, entre la abundante literatura respecto de la desregulación financiera, existen una amplia gama de ideas sobre su origen, contenido y posible trayectoria futura. Muchos análisis coinciden en que ha sido la propia competencia entre los intermediarios la fuerza que ha impuesto la desregulación y, es probable que, por ello muchos análisis pueden llegar a plantear que conforme avance la desregulación financiera, serán las fuerzas del mercado las que de la manera más nítida "regularan" su acción.

²⁹ Al respecto puede verse: Eugenia Correa. Los Mercados Financieros y la Crisis en América Latina. Ed. Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM, 1992. México.

En realidad restará, para algunos enfoques, una acción estatal meramente supervisora, que vigile las condiciones de solvencia y liquidez de los intermediarios y una renovada coordinación entre los gobiernos de los países industrializados en esta materia para que la tarea de supervisión sea cada vez más homogénea, no propicie una interferencia que produzca situaciones de competencia "desleal" y ofrezca la certidumbre necesaria. Esta visión se complementa con la idea de que los Bancos Centrales deben mantener su papel de controlar la política monetaria sin más objetivos que garantizar la estabilidad de precios, a través de controlar la oferta monetaria. Su papel como prestamista de última instancia, aún cuando las crisis financieras han venido mostrando su necesaria intervención, ha sido profundamente cuestionado. Sin embargo, no se ofrece ningún mecanismo alternativo que no sea la propia acción de los mercados, en todo caso organizados con mecanismos que garanticen una información oportuna y completa.

Establecer una mejor comprensión del sentido mismo de la desregulación, en donde la normatividad continua jugando un papel muy importante y la intervención del Estado en realidad se ha modificado, pero no tiende a desaparecer, parece ser una necesidad para poder avanzar en un análisis objetivo del proceso de desregulación-regulación financiera, de los nuevos términos de la competencia financiera y finalmente para establecer algunas tendencias actuales en los mercados financieros.

La desregulación puede entenderse, desde el enfoque de este trabajo, como la ruptura de normas explícitas o implícitas presentes en los mercados y en la actividad de los intermediarios financieros. Ruptura concertada, anunciada o simplemente por la vía de los hechos permitiendo o dejando pasar actividades previamente no permitidas o que no eran practicadas por los intermediarios. La desregulación modifica así las actividades mismas de los

intermediarios y la competencia entre éstos también cambia, cuando las normas que le regían han sido rotas o pueden ser cuestionadas permanentemente.

La regulación o normatización vigilada que tienen los Estados sobre los sistemas financieros hace parte de lo que llamaríamos política financiera. En este sentido otro fenómeno vinculado a la desregulación es la modificación y baja relativa en la efectividad de algunos instrumentos de política financiera que en otros momentos fueron útiles. Esto es, por un lado, la presencia de una menor posibilidad de gestión financiera por parte de las autoridades gubernamentales en la materia, acompañado de una modificación en la percepción de los objetivos de la política económica y con ella de la política financiera.

Es precisamente en medio del rápido cambio en el proceso mismo de distribución del excedente, en condiciones de quiebra de la formación de la tasa media de ganancia, en donde quedan en el centro de la vorágine los sistemas, la política y los intermediarios financieros.

La desregulación financiera puede ser concebida así, como parte de los cambios en los términos de la competencia por los mercados. Una nueva regulación eficiente a un nuevo reparto económico de éstos será una condición necesaria para una nueva etapa de expansión capitalista.

4.3 UNA NUEVA GESTIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS

La expansión de la actividad bancaria fuera de sus fronteras de origen, hacia otras economías hizo parte del proceso de crecimiento de las empresas

transnacionales en el periodo de posguerra. Esta expansión acompañó a la inversión extranjera para operar los servicios financieros que localmente requerían, en monedas locales, y la remisión de utilidades en moneda extranjera. Las empresas transnacionales también aprovecharon la banca doméstica para financiarse en moneda local.

Hacia los años cincuenta, la expansión bancaria estadounidense fuera de sus fronteras en su propia moneda, inicialmente en Londres y posteriormente en otras ciudades impulsa el nacimiento del mercado del eurodólar que más tarde crecerá rápidamente.

La expansión internacional de la banca fue acompañada desde los años setenta de profundas modificaciones en las técnicas de fondeo y de préstamo. Tanto la innovación financiera, como las nuevas tecnologías en comunicaciones y procesamiento de la información también contribuyeron a un mayor estrechamiento entre los mercados nacionales e internacionales de crédito y valores.

Segun R.M. Pecchioli, el desarrollo de la actividad bancaria internacional y la evolución de sus características institucionales se explican por un cierto número de factores ligados a las modificaciones del medio económico y financiero internacional, a la evolución de la demanda de servicios financieros entre los prestatarios y los inversionistas, y a la difusión de los nuevos medios tecnológicos. Algunos factores se presentaron desde el inicio de los sesenta y son el origen de una nueva actividad bancaria internacional y de su subsecuente crecimiento. Sin embargo, durante los años setenta, los grandes cambios en las relaciones económicas internacionales, la fuerza y persistencia de los desequilibrios comerciales entre las mayores economías marcaron los

pagos internacionales y los sistemas financieros. Todo ello impulsó la actividad bancaria internacional.³⁰

Se estima que los países industrializados suman un superávit en cuenta corriente entre 1971-1973 de unos 29 mil millones de dólares, para 1974-1977 acumulan un déficit corriente de 45 mil millones y para 1978-1981 unos 107 mil millones de dólares.³¹

La ruptura en las relaciones cambiarias entre las principales monedas y la quiebra del patrón oro-dólar concitó la liberación de los movimientos de capital y crearon un medio favorable para la expansión del financiamiento bancario privado. Las primeras consecuencias aparecieron sobre de mercado de cambios y los préstamos internacionales. La competencia bancaria fue profundamente afectada por este nuevo nivel de la internacionalización financiera. La administración de los bancos cambio rápidamente con el objetivo de ganar las mayores ventajas posibles de la nueva situación ofrecida por el crecimiento del volumen de operaciones internacionales y por las transformaciones de los mercados de dinero y capitales.³²

El abandono de tasas de cambio fijas por tasas de cambio flexibles acrecentó el papel de los bancos para financiar los saldos en cuenta corriente, con la consecuencia de amplias fluctuaciones de sus posiciones exteriores netas y, también, de su posición bruta acreedora y deudora con no residentes. Con el advenimiento de tasas de cambio flotantes, se acrecentó la

³⁰ R.M. Pechioli. *Les Pouvoirs Publics Face à L'Internationalisation des Activités Bancaires*. OCDE, 1985. p. 19

³¹ Datos elaborados a partir de: FMI. *Estadísticas Financieras Internacionales*. Anuario. julio de 1994. Al respecto se señala que: "La aparición de desequilibrios de pagos de una amplitud jamás vista necesito de una intermediación de escala mundial, fue el origen de una aumento masivo de la oferta de fondos en el sistema bancario internacional y de la demanda de medios de financiamiento de las balanzas de pagos." Pechioli...Op. Cit. p. 23.

³² Pechioli. *Ibid*, p. 21. Este último factor, señala Pechioli, tuvo una importancia particular para un pequeño grupo de bancos americanos, para los que el mercado internacional ofreció una salida rentable a la comercialización de nuevos productos, especialmente de créditos consorcio, muy atractivos para los prestatarios y acreedores, debido a las características específicas de estas técnicas.

participación de los bancos en los mercados de cambios dentro de los grandes centros financieros, e igualmente impuso al mercado de eurodivisas un papel como "sustituto" del mercado de cambios a término.

Sin embargo, el lugar de la banca estadounidense durante la primera etapa de la crisis fue incontestable, en su calidad de intermediario privilegiado del dólar. A lo que se agrega que numerosos bancos se lanzaron al mercado internacional impulsados por la competencia, con lo que la llegada de nuevos intermediarios necesariamente entrañó un crecimiento progresivo de redes de ventanillas y sucursales y una extensión y profundización del mercado interbancario de depósitos.

Los cambios en los mercados financieros domésticos e internacionales antes reseñados han concitado a los bancos a efectuar una administración muy activa de sus posiciones deudoras y acreedoras y de sus actividades fuera de balance.³³

Los movimientos en las tasas de interés y en los tipos de cambio obligaron a los bancos a efectuar una administración dinámica, dado el mayor riesgo de caer en posiciones al descubierto, en situaciones de iliquidez e incluso en insolvencia. Una posición sostenible en la relación entre activos y pasivos según las tendencias de las tasas de interés y de los tipos de cambios. "Pero el portafolio de los bancos no cesa de evolucionar con la modificación de los vencimientos, de las tasas de interés y de los tipos de cambio y en función de las

³³ Entre las actividades que se registran en los bancos como operaciones off-balance-sheet se encuentran swaps, opciones, contratos a futuro, en los cuales el acreedor se supone no corre riesgos respecto de la totalidad del principal, sino solamente en lo que se refiere al costo de reposición (una prima). "El riesgo crediticio relacionado con este tipo de operación puede ponderarse mediante el uso del sistema de evaluación de riesgo que se ha dado a conocer para fines del cálculo de la adecuación de capital. Sin embargo, algunos órganos de supervisión y bancos considerarían que dicha evaluación de riesgos, si bien es adecuada para evaluar los de carácter crediticio provenientes de una cartera de productos derivados, no es necesariamente apropiada para los riesgos de gran cuantía para los cuales, podría justificarse una evaluación más rigurosa". Comisión Nacional Bancaria. Documentos del Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria. Tomo I, abril de 1992. p. 150.

nuevas operaciones emprendidas...Los bancos deben así proceder a ajustes continuos de su empleo y de sus recursos lo que de hecho varía las condiciones de sus operaciones con la clientela regular como sobre los mercados de capitales".³⁴

Los bancos en general efectúan una administración de activos y pasivos, como se señala en el primer capítulo, pero sobre la base de selecciones de largo plazo, a partir de tasas de interés reguladas por la tasa de descuento y por tanto no son objeto de decisiones completamente autónomas de los bancos. En el periodo de la posguerra, las políticas de estabilización mantenían bajas las tasas de interés. Además, las políticas de control del crédito no permitían una rápida modificación de los activos bancarios. Más aún, los problemas derivados del financiamiento de la reconstrucción de la posguerra llevaron a que los bancos, en algunos países, invirtieran una parte de sus activos en créditos a los gobiernos.

A finales de los años sesenta, la banca abandonó su actitud pasiva de receptores de depósitos (Harrington) hacia una actitud más activa de búsqueda de nuevos recursos. El propio desarrollo de las actividades bancarias internacionales y con éste del mercado interbancario, como se señala más adelante, sometió a los bancos a un cambio en la composición de sus pasivos, una rápida tendencia hacia los pasivos remunerados y a un incremento en los costos de fondeo, en la medida en que éstos se vinculan a las tasas de interés de mercado. El fenómeno llamado de "marketization".³⁵ Este fenómeno

³⁴ R.Harrington. *La Gestion par le Banques de Leurs Actifs et de Leurs Passifs*. OCDE. París, 1987.p. 11.

³⁵ Edward P. M. Gardener y Philip Molyneux. *Changes in Western European Banking*. Ed. Routledge, 1993. Los autores señalan que: In addition to the increased competition in interbank markets, competitive forces also began to filter down to the retail banking market where a growing proportion of the term deposits were being remunerated at the higher rates, thereby increasing the cost of small deposits. This phenomenon of an increased funding base linked to market rates of interest is sometimes called "marketization". p. 65.

tuvo una importante incidencia en la rentabilidad de las operaciones internacionales y también en la selección de técnicas de crédito.³⁶

La nueva gestión de activos y pasivos se impuso en la actividad bancaria doméstica e internacional, cuando ésta última se convirtió en el elemento más dinámico en los mercados financieros, dado que ella concitó la elevación del costo de los depósitos, en condiciones de amplia variación en las tasas de interés.

En ese sentido, la gestión de activos y pasivos no es una mera técnica para el uso eficiente de los recursos, sino que ha sido un medio de los bancos para procurarse recursos para satisfacer una importante demanda de crédito bancario, durante la primera etapa de la crisis.

"La mayor complejidad del balance bancario y la inestabilidad creciente de las tasas de interés y de cambio condujo a la administración de activos y pasivos a evolucionar hacia una aproximación más integrada. Esta evolución se produjo en un contexto de rápido crecimiento de la actividad bancaria".³⁷

Desde finales de los años sesenta y durante los setenta en la mayor parte de los países las actividades bancarias se vuelcan sobre el crecimiento de los activos, en particular de los activos externos, como quedo señalado en el capítulo 1, para lo cual se incorporan nuevas tecnologías de manejo de información y comunicación. La búsqueda de nuevos recursos intensifica la

³⁶ Según Pechioli, de una parte, considerando que los costos medios de financiamiento evolucionan en general de una manera paralela con los costos marginales, los bancos basan su tarifa de préstamos internacionales sobre los costos marginales, esto es, los fijan siguiendo la tasa de préstamo en términos de márgenes contractuales por relación a la tasa de referencia que comporta ella misma un grado marginal de costo del financiamiento, de manera de atemperar las fluctuaciones en la tasa de interés sobre la rentabilidad de los bancos. Paralelamente, el objetivo primero de la política de gestión de los bancos es evitar un alargamiento inoportuno de la separación entre las tasas, esto es, la diferencia entre la remuneración de los recursos y la remuneración de su empleo como porcentaje del total empleado, lo que implica privilegiar los préstamos a corto plazo o los préstamos a largo plazo con tasa de interés variable. Pechioli...Op. Cit. p. 34.

³⁷ R. Harrington...Op. Cit. p. 19

competencia y empuja a saltar las fronteras entre los distintos intermediarios en un esfuerzo por aumentar sus balances.

"Overall, the main characteristic of liability management has been that it tends to reduce the role played of conventional deposits whilst increasing the role of 'bought-in' funds in the funding activities of financial institutions. Consequently, banks have become increasingly aware of the need to replace maturing liabilities by taking new interbank deposits, they have also had to manage more closely the matching of their assets and liabilities together with the corresponding risk exposures".³⁸

La consecuencia ha sido que el crecimiento del balance de los bancos dejó de ser frenado por las restricciones que imponía el ritmo de crecimiento de los depósitos recogidos por la red de ventanillas. Además, la evaluación del grado de solvencia de los propios bancos pasó a depender crecientemente de su acceso a los mercados internacionales y en especial al mercado interbancario. De acuerdo con Harrington:

"El elemento nuevo introducido por la administración de pasivos ha sido la posibilidad de allegarse liquidez por la creación de recursos nuevos. A partir de ese momento, la liquidez de los bancos debía ser apreciada en función de su acceso a los mercados de capitales y de su posición en los mercados, ésto es, en tanto el volumen de recursos que los bancos pueden razonablemente esperar coleccionar por la venta de algunas de sus posiciones activas, como por la movilización de su portafolio de activos líquidos."³⁹

Otro de los elementos característicos del desarrollo de las actividades bancarias internacionales de finales de los sesenta y los años setenta fue el

³⁸ Edward P.M. Gardener y Philip Molyneux. *Changes in Western European Banking*. Ed. Routledge, Nueva York, 1993. p. 64

³⁹ R. Harrington...Op. Cit., p. 14.

desarrollo de un mercado de grandes operaciones localizado en unas cuantas plazas financieras. Los bancos desarrollan sus actividades sin necesidad de crear un gran número de nuevas ventanillas, puesto que los recursos necesarios pueden ser encontrados sobre los mercados de las operaciones en gran escala. Asimismo, los bancos operan con un número creciente de divisas, mientras que para muchos bancos su entrada a estos mercados implicó obtener ganancias a través de operaciones de arbitraje.

"El desarrollo de la gestión de activos y pasivos en los bancos ha repercutido sobre todo al principio sobre los depósitos y los créditos de sumas importantes. Los depósitos de las empresas, de las tesorerías de los gobiernos, de los organismos públicos y de las fortunas particulares que se convirtieron en objeto de una dura competencia...La remuneración ofrecida a cada uno se hizo completamente flexible, fijada en función de las condiciones del mercado..."⁴⁰

Por cuanto al fondeo de las actividades bancaria internacionales, es una particularidad significativa su fuerte dependencia de los depósitos interbancarios. Las otras dos fuentes de financiamiento son los certificados de depósito negociables y las obligaciones a tasas de interés variable.

Así, la principal fuente de recursos de la actividad bancaria internacional desde los sesenta hasta avanzada la década de los ochenta, han sido los depósitos interbancarios. De acuerdo con R.M. Pechioli, por varias razones estadísticas y metodológicas, es difícil una cuantificación precisa de dichos depósitos, aunque el Banco de Pagos Internacionales realiza estimaciones de éstos desde 1975, como redepósitos entre bancos de la zona declarante.⁴¹

⁴⁰ R.Harrington...Op. Cit..p. 16

⁴¹ Pechioli...Op. Cit. p. 30.

Según Pechioli, la importancia del mercado interbancario procede en gran medida de las características institucionales en que opera la banca internacional. Por una parte, una gran concentración de depósitos no bancarios junto a bancos sólidos y, de otra parte, la presencia de un gran número de instituciones que no pueden sostener una participación activa en el mercado internacional de crédito más que recurriendo a los recursos del mercado monetario.⁴²

Por lo que toca a los bancos, una de las principales consecuencias de su participación en el mercado internacional interbancario fue un crecimiento muy acelerado de sus activos. Gracias al mercado interbancario los bancos pueden tener una política activa de gestión de sus activos y pasivos, transformando una gran masa de recursos líquidos de manera lucrativa a activos con remuneración en el sistema financiero y estando menos restringidos de mantener los encajes precautorios existentes todavía en esos años en los mercados domésticos. A través de las líneas de crédito y otras facilidades interbancarias, los bancos tienen el medio de reforzar sus relaciones comerciales con otras instituciones operando a escala internacional, como es el caso del desarrollo de los créditos consorcio.

Así, la amplia movilización de recursos líquidos que la banca efectúa a través de las operaciones internacionales acrecienta la disposición de activos no financieros que encuentran en esta intermediación una movilización financiera propiamente tal. Con ello queda, en una parte, señalada una de las hipótesis de este trabajo relativa al crecimiento de los activos financieros sobre

⁴² Pechioli...Op. Cit. p. 31.

la base de la incorporación acelerada de activos que no tenían la movilización financiera.⁴³

Las actividades bancarias internacionales comportan para los bancos una suma no despreciable de ingresos y se constituyen en un soporte indispensable para otras actividades bancarias, operaciones de cambio y sobre el mercado de valores. Consideradas en su conjunto las actividades bancarias internacionales han jugado un papel importante de reparto de recursos en el sentido en que han permitido una confrontación de preferencias de los depositantes y de los prestatarios.

El mercado interbancario se constituye así, en un verdadero mercado monetario internacional, uniendo los diversos compartimientos del mercado internacional de dinero y capitales a los mercados interiores correspondientes y por tanto juega un papel fundamental como correa de transmisión internacional de las variaciones en el tipo de cambio.⁴⁴

El mercado interbancario es el medio a través del cual, los bancos operando en los mercados internacionales, pueden realizar una administración activa de sus balances, porque en él encuentran una fuente de financiamiento sin necesidad de ampliar de manera importante su presencia en sus mercados

⁴³ Al respecto puede verse: E. Correa. Los Mercados Financieros y la Crisis en América Latina. Ed. Instituto de Investigaciones económicas, México, 1992. Cap. 4.

⁴⁴ Pechioli...Op. Cit. p. 31. Además, las otras dos fuente de financiamiento del mercado bancario internacional en los años sesenta, setenta y ochenta han sido los certificados de depósito y las obligaciones a tasa variable. Los certificados de depósito son recibos negociables en el mercado secundario de grandes depósitos emitidos por los bancos, se utilizaron en gran escala en los Estados Unidos y que se utilizan en el euromercado desde 1967. Hasta 1981 Londres iba a la cabeza en la emisión de certificados de depósitos a plazo y la mayor parte se emitía en dólares, pero otros centros financieros pueden emitirlos también en divisas extranjeras. Hacia finales de 1981 el 80% de las emisiones tenía vencimientos menores a 6 meses y el 60% a menos de 3 meses. Los bancos americanos eran los principales emisores con entre el 50 y 60% en Londres. Su popularidad estaba dada por el menor costo de estos instrumentos respecto de otros depósitos a plazo fijo de duración equivalente. La ventaja de costo resulta de la mayor liquidez. La emisión de obligaciones a tasa variable es un instrumento que ha crecido considerablemente desde fines de los años setenta, estos permiten que los bancos se aseguren recursos de más largo plazo y son un medio interesante para que los bancos reforen sus fondos propios. En 81 un nuevo tipo de certificados de depósito en eurodólar fue introducido que como los bonos del tesoro norteamericano son a descuento. Al respecto puede verse Pechioli...Op. Cit. p. 30.

domésticos en las mayores economías, y en esa medida es una fuente de financiamiento competitivo. "El mercado interbancario internacional ha adquirido una posición fundamental para los bancos constituyéndose en una fuente de financiamiento segura en condiciones normales, facilitando la creación de activos en el corto plazo por la vía de préstamos interbancarios a plazo fijo. Ha venido así a jugar un papel vital dentro de la administración del balance tanto de los activos como de los pasivos bancarios." ⁴⁵

El mercado interbancario internacional y su posterior desarrollo en los últimos años a través de una amplia tendencia a la titulación del crédito, no ha sustituido la necesidad de los bancos de acrecentar o al menos mantener su posición de mercado en sus actividades domésticas.

"Ciertamente que los bancos buscan alcanzar una combinación entre empleo de sus recursos y su obtención los mayores márgenes y con un riesgo de exposición aceptable, pero... Los bancos deben mantener su posición en cada mercado, que es lo que supone la preservación de su posición, de sus contactos... de hecho la mayoría de los bancos considera necesario operar regularmente en ambos lados del mercado." ⁴⁶

Esto último no debe olvidarse, particularmente porque la presencia de bancos extranjeros operando en el mercado doméstico estadounidense, aunque no se ha efectuado como una plena sustitución de las redes de los bancos locales, ha modificado el perfil del sector bancario en los últimos años. Asimismo, su grado de penetración ha estado en alguna medida limitado por las propias regulaciones federales que aplican a sus propios bancos.⁴⁷

⁴⁵ Harrington...Op. Cit..p. 26.

⁴⁶ R. Harrington...Op. Cit. p. 19.

⁴⁷ Al respecto debe recordarse que la posibilidad de constitución de un espacio económico integrado en torno al dólar requiere de un sistema de pagos y por tanto bancario local consolidado, que garantice una intermediación financiera en la moneda que rige los intercambios al seno de dicho espacio económico.

En la fase de expansión de la actividad bancaria internacional 1967-1981 el dólar de Estados Unidos fue la moneda predominante representando entre el 70% y el 75% del total, seguido por el marco alemán 11% en promedio, el franco suizo 6%, la libra esterlina, el yen y el franco francés. Sin embargo, aún en este momento de expansión del mercado financiero internacional, el peso del dólar no es uniforme por mercados e instrumentos varía significativamente su presencia. "El dólar domina ampliamente los eurocréditos consorcio, pero otras monedas juegan un papel importante en los préstamos de corto plazo ligados al comercio exterior y un volumen considerable de créditos a largo plazo están denominados en monedas metropolitanas diferentes al dólar. En lo que toca a los grandes centros financieros, en Luxemburgo el dólar viene detrás del marco por debajo del 40%. Los créditos en dólares representan una parte relativamente modesta del crédito exterior de los bancos operando en Alemania 20%, Suiza 35%, Países Bajos 45%; mientras que en Bélgica y Francia 65%, Gran Bretaña 75% y 90% en Canadá."⁴⁸

Durante esta fase de expansión las operaciones en moneda nacional, ésto es la parte de las operaciones internacionales denominadas en moneda metropolitana, aumentaron sensiblemente, "...pasaron del 25% en 1975 al 31% en 1981, sin considerar a los Estados Unidos este porcentaje fue del 12.4% y 15.6%." ⁴⁹ Esta evolución refleja la creciente importancia de otras monedas en los créditos internacionales, en particular del yen.

⁴⁸ La predominancia del dólar como moneda de soporte de las operaciones financieras internacionales la explica el autor como consecuencia directa de un cierto número de características estructurales del entorno financiero internacional en el periodo de posguerra: el papel del dólar como moneda de reserva y su utilización siempre importante como moneda de facturación del intercambio comercial internacional; primacía en los mercados monetario y financiero de los Estados Unidos, desde el punto de vista económico. Estos factores son reflejo de la mayor liquidez de los haberes exteriores en dólares, un menor costo de intercambio de activos en las operaciones denominadas en dólares; la importancia de las instituciones de la zona dólar como actores de primer plano del sistema bancario internacional. Pechioli...Op. Cit. p. 43

⁴⁹ Pechioli Op. Cit. p. 44. Sin embargo, señala el autor, la consideración de la estructura por divisas de las operaciones internacionales de los bancos sobre la base del criterio de localización geográfica de los

Sin embargo, también es importante para el análisis de la competencia bancaria reconocer la composición monetaria de los activos bancarios externos según la ubicación geográfica de la matriz. Al respecto no existe mucha información disponible, según Pechioli, las cifras de los bancos estadounidenses y sus sucursales en el extranjero hacen pensar que cerca del 80% de sus créditos externos globales son en dólares y el 50% de los bancos alemanes son en marcos.⁵⁰

Así, la gestión activa del balance bancario y las operaciones interbancarias fueron la forma financiera de enfrentar la acumulación de haberes líquidos de las empresas ante el enorme freno de la ganancia. Se inició así la brecha entre los activos productivos y los activos financieros. Por otro lado, la enorme oferta de crédito durante este período fue encontrando prestatarios entre los gobiernos para enfrentar los problemas de déficit externo, entre las empresas para impulsar una mayor presencia en los mercados externos, y entre los países subdesarrollados para saldar sus cuentas externas. La enorme oferta de crédito muy pronto se enfrentó a la necesidad de refinanciamiento de los prestatarios, además que parte importante de dicho crecimiento de la oferta de recursos bancarios también se explica por la creciente demanda bancaria por fondos en el mercado interbancario.

Es difícil sustentar para los analistas creyentes del mercado, que esta nueva banca haya sido más eficiente a las necesidades de financiamiento de la economía. Para otros, la administración activa del balance, junto al

establecimientos bancarios más bien que la nacionalidad corre el riesgo de dar una imagen falsa de la importancia relativa de la composición monetaria extranjera. Siendo que una proporción considerable de las operaciones denominadas en dólares procede de las emanaciones de los bancos americanos y la misma observación vale para las operaciones en marcos en Luxemburgo que representan en gran medida las actividades de los establecimientos alemanes. Para una evaluación completa es necesario disponer de las cifras a escala mundial de los bancos que deberán ser consolidadas para que puedan ser excluidas las operaciones intrabancarias.

⁵⁰ Pechioli...Op. Cit. p. 44

desarrollo de la titulación del crédito en los años ochenta ocasiona una inestabilidad creciente de las tasas de interés. Sin embargo, la nueva forma de operación de la banca acortó de manera importante los plazos del crédito y ha implicado que opere fundamentalmente en el corto plazo, lo que entraña costos reales para la economía.⁵¹

Al respecto De Bernis considera que la esfera productiva deja de ser capaz a largo plazo de producir el excedente necesario para pagar los intereses, y los capitales se van de la producción precisamente en el momento en que la ganancia es lo más difícil.⁵²

Como se adelantó en otra parte del trabajo, en la etapa inflacionaria de la crisis, el crédito adelantado para la producción es pagado sin que nuevamente sea reclamado para la producción. Mientras que las empresas realizan sus mercancías y mantienen posiciones líquidas. A su vez, los consumidores se endeudan para comprar dichas mercancías. Los activos bancarios crecen aceleradamente para dar salida de rentabilidad a todos los haberes líquidos. Es una etapa propiamente inflacionaria de la crisis porque las empresas buscan salvar sus niveles de ganancia a través del precio de monopolio. Mientras que a nivel del crédito bancario, éste empieza más a funcionar como crédito de bienes en tránsito. Los Estados asumen políticas anticíclicas tradicionales, con el consecuente incremento de su posición deudora.

⁵¹ Según Harrington, es difícil decir si la administración del balance de los bancos fue un elemento que condujese a la agravación del riesgo bancario. Sin embargo, el desarrollo del mercado interbancario sí ha implicado inevitablemente el riesgo de que se presente la imposibilidad de un banco de hacer frente a sus compromisos y por tanto que repercuta rápidamente sobre otros bancos. Un banco con cierto nivel de problemas de iliquidez aumenta su demanda en el interbancario y si no resuelve sus problemas muy pronto ese problema de iliquidez puede transmitirse a otros bancos. El llamado riesgo de contagio crece.

⁵² Gerard De Bernis y Maurice Bye. *Relations Économiques Internationales*. Ed. Dalloz, Cinquieme edition, Paris, 1987.p. 693.

En el curso de los primeros años de la crisis los Estados Unidos buscaron a través de una política monetaria expansiva, transferir los costos de la guerra al resto del mundo, lo que dio curso al acelerado crecimiento del euromercado.

La etapa inflacionaria de la crisis permite un rápido crecimiento de los activos bancarios, el negocio bancario estaba precisamente en este crecimiento acelerado de sus activos más que propiamente en los márgenes. Poco o ningún nivel de riesgo era percibido.

Una parte menor de operaciones bancarias, como se ha señalado antes, estarán dependiendo de la ganancia de las empresas y una mayor parte de la incorporación de activos no financieros a financieros y de la especulación con centralización. Cuando el crecimiento de los activos bancarios, del crédito en particular, se desvincula de la ganancia de las empresas, los límites a la renta financiera van imponiéndose como deflación parcial o general de activos con o sin circulación financiera. Las bases del crecimiento del crédito reproducen esta "separación", así explicada, entre la "esfera financiera" y la "esfera productiva", impidiendo que el crédito por si mismo rompa las tendencias deflacionarias.

El crédito como capital adelantado para saldarse con la ganancia generada encuentra límites junto con el descenso de la tasa de ganancia y los obstáculos a la formación de la ganancia media.

CAPITULO V

LA DESREGULACION FINANCIERA: FRAGILIDAD Y DEFLACION.

INTRODUCCION

En este quinto capítulo se hace un análisis de la manera en que la innovación financiera y la universalización de los intermediarios están modificando los términos de la competencia entre los intermediarios financieros. En especial cómo todo ello ha fragilizado las estructuras financieras y cómo los mercados atienden en la segunda fase de la crisis hacia frenar el proceso deflacionario, acrecentando cada vez más la distancia entre la esfera productiva y la esfera financiera.

En particular, se ofrece una lectura del proceso que está convirtiendo en activos financieros una significativa masa de activos que no tenían una movilización financiera y que en ese sentido están también actuando para frenar la deflación, efectuándose una rápida centralización de capitales por esta vía.

Igualmente se incluye en este capítulo una explicación del papel que ha venido jugando la expansión del mercado de productos derivados en la fragilización de las estructuras financieras y en la desvinculación de la relación crédito-ganancia. Posteriormente se hace un análisis del alcance regulador de las normas de capital del Acuerdo de Basilea de julio de 1988 y se actualiza con una lectura del debate contemporáneo entre las autoridades reguladoras y supervisoras entre regulación "prudencial" y supervisión.

Finalmente, se describen cuáles son los principales cambios recientes en la estructura financiera estadounidense y las propuestas actuales de reforma, siendo estas últimas también expresión de la competencia y de la creciente fragilidad del mercado y de los intermediarios financieros de aquel país. Avanzar en el establecimiento de las condiciones de extrema fragilidad de los mercados e intermediarios financieros de los Estados Unidos es un elemento indispensable en el momento actual en el que México está transitando hacia una integración financiera.

5.1 LA INNOVACION FINANCIERA, COMPETENCIA Y LA UNIVERSALIZACION DE LOS INTERMEDIARIOS.

La administración integrada del balance de los bancos se sucedió como parte del rápido crecimiento de la actividad bancaria doméstica e internacional. Pero esta tendencia cambió a finales de los años setenta y los primeros de los ochenta, con la dominación de tendencias deflacionarias en las mayores economías.

El alza en las tasas de interés hacia finales de los años setenta concitó un movimiento bancario generalizado, hacia restringir el crédito y los refinanciamientos, como se señala en los capítulos anteriores. Durante la etapa de expansión de los mercados financieros diversos prestatarios en los mercados domésticos e internacionales tomaron posiciones deudoras del tipo "ponzi"¹, de manera que el freno de la expansión del crédito, comprometió las posiciones líquidas de los prestatarios, pasando rápidamente de la iliquidez a la insolvencia. La crisis financiera se precipitó en 1982 con la constatación de la

¹ Al respecto puede verse H. Minsky. Can "it" happend again?, Cap. III.

incapacidad de pago de los mayores deudores del Tercer Mundo con la banca comercial.

La "crisis de deuda" paralizó la movilización de una parte de los activos de la banca, al imponer una reestructuración con rescalonamiento de un volumen importante de créditos: Los bancos "...han debido reclasificar una parte de sus activos a corto y a mediano plazo entre los créditos a largo plazo que no tienen recuperación, que de hecho quedan congelados".²

El desequilibrio en los vencimientos y la remuneración en el balance de los acreedores aumentó rápidamente, con lo que los bancos requerían de la formación de pasivos de menor costo y mayor plazo, bajo condiciones de lento crecimiento de los activos. Pero, a la vez, mantenían una parte de sus activos "congelados" y en créditos que con moratoria de intereses amenazaban con presionar rápidamente a la formación de reservas preventivas. Así, "...los bancos han cambiado a preocuparse menos del crecimiento de su balance que había sido la inquietud principal en el curso de los años anteriores y más de su rentabilidad inmediata además de la calidad de sus activos. Esta actitud se tradujo en un gran eclecticismo en el otorgamiento de créditos y por una inquietud muy marcada de evaluar la rentabilidad de las diferentes actividades y de elevar los márgenes considerados como insuficientes"³

Esta situación trajo consigo otros efectos, en la medida en que los bancos tenían una parte de sus activos "congelados" entre los países deudores insolventes, la otra parte de sus activos habrían de flexibilizar más aún su manejo, de manera que aparecería la tendencia a emplear créditos negociables. Procurar mejorar el balance incrementando los márgenes, con un

² Harrington...Op. Cit. p. 19.

³ Ibidem.

lento crecimiento del balance para no aumentar la presión sobre fondos propios y buscar aumentar los ingresos por comisiones.

"Uno de los medios más utilizados en esta situación ha sido el otorgamiento de garantías de refinanciamiento, líneas de seguridad, líneas de crédito de sustitución, apuntando a permitir a los prestatarios de recoger directamente fondos en el mercado a través de la emisión de papel negociable de corto plazo. Para los bancos garantes esta actividad permitió aumentar los ingresos sin aumentar inútilmente los balances, pero al precio de aumentar las obligaciones potenciales fuera de balance".⁴

Así, los bancos pudieron continuar con un menor crecimiento de sus balances, pero especialmente disminuir el problema de desequilibrio en los vencimientos en la medida en que podrían adquirir activos negociables sin compromiso de renovación, conservando el máximo de flexibilidad en sus activos. "La expansión del sistema de emisión de títulos comporta la apertura de una línea de crédito de sustitución sobre los mercados internacionales en lo que es el mejor ejemplo. Los prestatarios emiten los títulos para los que un cierto número de bancos suministran, contra comisión, las garantías o los pasivos sin obligación de refinanciamiento posterior, y sea por la adquisición de los títulos o por la puesta a disposición de un préstamo bancario consorcio. Un cierto número de bancos, que pueden o no ser los garantes, y fondos de inversión adquieren los títulos. Esos bancos registran un aumento en el volumen de sus créditos, pero ellos pueden libremente revender los títulos o conservarlos por tres o seis meses sin compromiso de suscribir una emisión ulterior".⁵

Con la titulación, que los propios bancos impulsaron, tienden a desaparecer las fronteras entre banca comercial y banca de emisión. Estos

⁴ Ibidem.

⁵ Ibidem.

fenómenos se han llamado bursatilización del crédito y banca "universal". Han sido provocados por la adaptación de la administración de los balances, de los activos y pasivos, a las nuevas condiciones de un mercado con alto nivel de endeudamiento y bajo nivel de inversión y crecimiento.

Así, la banca y el crédito se adaptan rápidamente a la nueva etapa de la crisis. Sin embargo, cabe tener presente que la dinámica misma del crédito o de la administración bancaria o del comportamiento de los intermediarios financieros no explican los orígenes del cambio de tendencia de la crisis.

En su momento, la administración activa del balance de los bancos y en los ochenta la titulación del crédito han tenido profundas repercusiones sobre la organización de los intermediarios con la diversificación de empresas financieras y su agrupación bajo consorcios en el sector. La multiplicación de instrumentos y operaciones cambiaron el mundo financiero de manera acelerada en los ochenta. Los bancos alcanzaron a través de la titulación una reconfiguración de sus activos.

Se convirtió en una necesidad la incorporación de soporte informático y en comunicaciones. La incorporación tecnológica en el sector ha impulsado modificaciones en la organización de los intermediarios y también abrió un espacio a la innovación financiera. Pero las nuevas técnicas en comunicación e informática en el sector financiero no ha condicionado un nuevo patrón de financiamiento de la acumulación. Ha ayudado a las empresas financieras a adaptarse a otras condiciones económicas y financieras pero no implican nuevo esquema de financiamiento.

El papel de las nuevas técnicas ha sido reducir la presión sobre la cotización de los activos, frenando con su acelerado intercambio una desvalorización profunda y rápida. Por lo tanto, hasta ahora, han reducido la presión de la deflación. Reduce presión de deflación sobre activos financieros,

pero distribuye de manera desigual los efectos de la propia deflación. El desarrollo técnico en el sector está subordinado a las necesidades de rentabilización de las carteras en condiciones de lento crecimiento de la inversión y del producto.

El avance técnico en el sector ha hecho posible la expansión de los intermediarios entre la población de altos ingresos y las mayores empresas no financieras. Esta expansión tecnológica ha acelerado los flujos financieros, pero la interconexión de los mercados se ha desarrollado históricamente desde la época del surgimiento del capitalismo. Su mayor o menor interconexión se encuentra en relación a la incertidumbre en los mercados y a los cambios en el reparto económico del mundo. Las nuevas técnicas, al incrementar la velocidad de los flujos financieros, incrementan la velocidad de intercambio de los activos.

"Estos avances tecnológicos ...(computación y telecomunicaciones)...han favorecido la difusión de la información en el nivel mundial, lo cual ha contribuido a perfeccionar el arbitraje entre los mercados y, por tanto, a reducir los diferenciales entre los rendimientos de activos financieros denominados en diferentes monedas. Igualmente han favorecido la titulación de gran parte de los activos financieros, en especial de los que se encuentran en posesión de los inversionistas institucionales" ⁶

El tipo de competencia que abre la crisis de largo plazo concita a modificar las normas y leyes que rigen al sistema financiero. Las empresas del sector deben enfrentar dos cuestiones: por un lado la competencia para intermediar un mayor volumen de recursos en busca de renta, en condiciones de baja de la tasa de ganancia y de incertidumbre; por otro lado, deben enfrentar los cambios en el patrón monetario, y la decadencia del dólar. Los

⁶ Ibid. p. 23.

bancos deben realizar operaciones en otras monedas y darse las condiciones para poder fondearse en las monedas más convenientes.

Durante la presente crisis, los términos de intercambio entre las economías se rompen y mientras la relación entre éstas no se estabiliza, la banca tiende a actuar como Minsky llama "banca colonial" una banca que financia bienes en tránsito, pero que no está financiando la acumulación.⁷

Los cambios antes reseñados en los mercados financieros domésticos e internacionales, la administración activa del balance, el desarrollo del mercado interbancario y la titulación del crédito, han transformado las vías de transmisión de la política monetaria y su efectividad.

"Los cambios de comportamiento de los bancos han modificado los canales de transmisión de la política monetaria y entrañan una transformación del cuadro de elaboración de dicha política. Mientras que la política monetaria en sí misma opera más por los efectos de precio que por el control directo del crédito bancario."⁸

Mientras que en el período de posguerra las autoridades pudieron ejercer un control directo sobre la actividad bancaria, en la medida en que podían: limitar el tipo de actividad de cada intermediario; las tasas de interés activas y pasivas; la canalización selectiva del crédito e incluso crédito subsidiado. Desde finales de los sesenta y en los años subsecuentes, hay una tendencia a la reducción de dichos controles. Especialmente en cuanto a tasas de interés, modificaciones en el estatuto jurídico de los intermediarios, etc. "...hay una tendencia neta a la reducción del campo de las reglamentaciones, en tasas de interés de manera notable...los coeficientes de reserva se han mantenido pero reducido en algunos casos. El control del crédito ha sido en numerosos

⁷ H.P. Minsky. "La Banca Central y el Comportamiento de una Economía", en El Papel de la Banca Central en la Actualidad. Selección de Textos. León Bendesky. CEMLA, 1991.

⁸ Harrington...Op. Cit. p. 21.

casos suavizado o suprimido, pero esta tendencia no ha sido general, algún número de países continúan viendo ciertas ventajas en esta forma de control.⁹

Para algunos el tipo de desregulación que se ha dado en los ochenta ha sido una que ha llevado a la mundialización de los mercados financieros. Una integración de los mercados financieros que está cambiando el patrón de financiamiento de la acumulación. Una integración financiera que se corresponde con cierto nivel de desarrollo de las fuerzas productivas, con una incorporación tecnológica acelerada en el sector que le dejó interconectado por todo el mundo las 24 horas del día de cada país. Una integración financiera que hace imposible desvincular los distintos mercados financieros y que la tendencia a armonizar los distintos marcos regulatorios financieros de las economías capitalistas desarrolladas que está apuntando en el sentido de buscar ordenar, garantizar y consolidar la integración financiera, y propiamente de la globalización económica.

La interconexión de los mercados es difícil sostener que sea un fenómeno reciente, a pesar del desarrollo de la técnica en comunicaciones y manejo de la información.¹⁰ Tampoco es un elemento nuevo la innovación financiera, muchos de los instrumentos incorporados en la década de los ochenta ya se usaban en 1929. Los productos derivados ya se utilizaban en los Estados Unidos desde 1860 en el Chicago Board of Trade.¹¹

La tendencia a la apertura financiera está constatando una lucha abierta por los mercados, tanto respecto de la intermediación de recursos como de la

⁹ Harrington...Op. Cit. p.35.

¹⁰ Algunos análisis como los de Krugman y Kindleberger coinciden en señalar que la interconexión de los mercados no es un fenómeno reciente, a pesar del menor desarrollo de la técnica en comunicaciones y en transportes. Al respecto puede verse: C. Kindleberger. *Manías, Pánicos y Cracs. Historia de las Crisis Financieras*. Ed. Ariel Económica, 1991. Barcelona; y, P. Krugman. "International Aspects of Financial Crises", en Martin Feldstein. *The Risk of Economic Crises*. The University Chicago Press, 1991.

¹¹ Al respecto puede verse Daniel Witschi y Stefan Holzer. "The Rise of New Markets-Some Characteristics", en *Economic and Financial Prospect*, Swiss Bank Corporation. Special 1994.

producción. Tanto respecto de la búsqueda de renta sobre los recursos prestables en una lucha abierta entre los distintos capitales y grupos de capital, como de la ruptura del patrón monetario local y su incorporación a otro patrón monetario y por tanto a otra estructura de precios relativos que modifica los flujos financieros y productivos, y reestructura globalmente a las economías.¹²

A todo lo largo de la crisis actual pueden identificarse elementos desregulatorios en las relaciones financieras. Sin embargo, podrían distinguirse el hecho de que durante la primera fase de la crisis, esta desregulación abrió y amplió espacios a la competencia de los intermediarios financieros y sus monedas, profundizó la internacionalización. La misma inflación, con modificación en los precios relativos, aceleró la centralización de capitales. Distinguirse de la desregulación de la década de los ochenta, cuando se van presentando tendencias deflacionarias a nivel mundial y la desregulación enfatiza la cobertura del riesgo, riesgo de pérdida financiera o quiebra que se percibe de manera directa e inminente, la multiplicación de garantías, y la propia innovación financiera; el respaldo gubernamental, o bien el traspaso de pérdidas a los presupuestos públicos, a través de la modificación de las normas contables y fiscales, o a través de rescates.

Dos énfasis desreguladores, además en esta segunda etapa encontraríamos esta percepción de la necesidad de volver a normar, aunque por lo pronto, muy enfática respecto de no volver a los esquemas anteriores de política monetaria y financiera. La inestabilidad financiera, la multiplicación de

¹² Habría que señalar que la competencia entre los intermediarios financieros se ha desarrollado principalmente a través de nuevos productos, servicios de ingeniería financiera o lo que se ha llamado "trajes a la medida", pero no sobre las tasas de interés. Al respecto Harrington señala que: "La competencia en el sector bancario esta en general directamente asociada al desarrollo de productos y servicios nuevos. Para un banco...la colecta de nuevos recursos por una elevación general de las tasas de remuneración implica un costo marginal muy elevado, en la medida en que ella debe también ser ofrecida a los depósitos existentes y a los nuevos. Así es normal que la banca busque ofrecer productos nuevos destinados a atraer nuevos recursos y evitando provocar el retiro de las cuentas existentes." Harrington...Op. Cit. p. 23.

quiebras en los propios países industrializados, la creciente dificultad de los Estados nacionales para frenar la propagación de las quiebras bancarias, los problemas para la acción del "prestamista en última instancia", el temor de que se genere una crisis financiera que signifique un descenso generalizado de todos los activos, la incapacidad de los órganos supervisores locales para prevenir los estados de insolvencia o iliquidez de los intermediarios; ello es lo que aparece en las preocupaciones de las autoridades centrales, cuando menos hasta los últimos meses. En la reunión del grupo de los 7 en Halifax en junio de 1995 nuevamente apareció esta preocupación, el secretario del Tesoro Robert Rubin señaló la imposibilidad de los Estados Unidos de continuar actuando como prestamista en última instancia. Francia e Italia se expresaron a favor de nuevas regulaciones. La OCDE en su informe semestral acusa a la indisciplina de los mercados y propone regulaciones que vayan en el sentido de transparentar y mejorar la información de los mercados. Ninguno de los países descarta la posibilidad de nuevas crisis financieras y el hecho de que la institucionalidad financiera internacional no posee los elementos necesarios para su contención. De ahí que se percibe claramente el riesgo cercano de una crisis financiera generalizada, aunque no se reconoce que en las condiciones actuales los gobiernos no poseen los medios necesarios para controlarla.

En la década de los ochenta, frente a tendencias fuertemente deflacionarias, la banca se ve constreñida a ser el soporte de las actividades de los intermediarios no bancarios, del mercado de bonos, diversos títulos y del mercado accionario. Las tasas de interés activas se mantienen altas, pero la volatilidad monetaria se amplía. De ahí que se multiplica el uso de instrumentos de cobertura, en donde básicamente se desarrolla la innovación financiera. Los mercados de productos derivados regular y over-the-counter se convierten en

el sustento del crecimiento de los activos financieros que se defienden de las tendencias deflacionistas que están afectando gravemente en otros sectores: aeronáutica, bienes raíces, automotriz, etc.

Las tensiones financieras aparecen en los mercados accionarios y en los monetarios, la presencia de productos derivados son preferentemente en esos dos mercados. Esta batalla queda atravesada tanto por las luchas entre las corporaciones por mercados, como por las luchas entre los propios intermediarios. Entre éstos últimos se han dado dos formas de enfrentar estos problemas, por un lado los ingresos procedentes de comisiones y del intercambio de divisas; por otro lado, la sofisticación de productos "a la medida".

La reorganización de la intermediación y la promoción de fondos de riesgo del más variado orden que son los principales tenedores de grandes portafolios diversificados son parte también de la vía para enfrentar estas tensiones. Como se ha señalado, las tendencias deflacionarias están siendo frenadas en el terreno propiamente financiero a través de: el establecimiento de un rendimiento "piso" por parte de los valores gubernamentales y del crecimiento de la deuda pública de los estados nacionales, en particular de los países desarrollados; la diversificación de portafolios a través de la movilización de activos no financieros de los países en vías de desarrollo, privatizaciones y bursatilización; el apalancamiento de los procesos de fusión y compras entre los consorcios; la multiplicación de instrumentos de cobertura de riesgo de tasa de interés y de tipo de cambio.

5.2 LA EXPANSIÓN DEL MERCADO DE DERIVADOS.

Como se señaló en el primer capítulo, la utilización de los productos derivados se expandió rápidamente durante la segunda fase de la crisis en medio de las fuertes tendencias deflacionarias que afectan a las economías. Su desarrollo en condiciones de volatilidad de los mercados es uno de los elementos que explican la continuidad del crecimiento de los activos que se intercambian en esta esfera. Aún cuando no puede decirse que en sí mismos incrementen la masa de recursos financieros disponibles, también es cierto que en su colocación e intercambio participan los intermediarios acrecentando de esa manera los activos financieros que se intercambian.

Los intermediarios financieros emplean los instrumentos derivados tanto como un medio para administrar su riesgo como para elevar sus ingresos. "As end-users, banks attempt to hedge duration gaps on their balance sheets; as brokers/dealers they provide risk-management or transactions services to customers in return for fees and commissions...Banks employ various financial innovations for managing interest-rate risk. Two key methods are: securitization...and derivatives contracts, which employ off-balance sheet techniques to manage portfolio risks" ¹³

De manera literal un instrumento derivado es un activo que se deriva, que tiene su origen en otro activo. El precio de un instrumento derivado depende del valor del activo que subyace. La estadística internacional que se maneja procede de estimaciones elaboradas por la International Swaps and Derivates Association, la Futures Industry Association y la Commodity Futures Trading Commission. Las estimaciones del volumen del mercado ofrecen el "notional principal amount" que no es un indicador del riesgo crediticio, sino del valor del principal que se usa para calcular el flujo de efectivo contratado. Esto es el

¹³ Joseph Sinkey...pp.1, 4-5.

valor del activo subyacente del instrumento derivado. Sin embargo, la prima de riesgo es mucho menor que el valor del principal subyacente: "The credit exposure of a derivatives contract is the cost of replacing the contract if the counterparty defaults. These exposures, which can also be seen as the market values of the contracts, generally make up only a small fraction, for example about 2 to 4 percent for interest rate swaps, of notional values." ¹⁴

En realidad, los productos derivados no son una innovación financiera como tal. Surgen desde los años de 1860 en los Estados Unidos, como futuros y opciones sobre mercancías que se comercian en el Chicago Board of Trade fundado en 1848.

Las sucesivas crisis bancarias en los ochenta, el *credit-crunch* de los Estados Unidos al final de esos años, dado excesivo apalancamiento de las corporaciones y, la adaptación de los bancos a las normas del Comité de Basilea sobre capitalización, son los hechos que incentivaron el explosivo crecimiento del mercado de derivados. Además, su expansión acompaña al crecimiento de los principales mercados de valores en el mundo. En algunos análisis que buscan explicar el rápido incremento en el mercado de productos derivados se reconoce que también han sido elementos explicativos: el desarrollo tecnológico en el sector, la volatilidad de los mercados, la mayor presencia de los intermediarios financieros no bancarios y la desregulación o bien la excesiva regulación de los mercados. De manera que se considera que la desregulación por si misma no ha sido un elemento explicativo fundamental, ni tampoco existe una relación unívoca entre el crecimiento de dicho mercado y el de las bolsas de valores. ¹⁵

¹⁴ En Daniel Witschi y Stefan Holzer "The rise of new markets -some characteristics.", en Economic and Financial Prospects, Swiss Bank Corporation, Special Issue 1994, p. 4.

¹⁵: Al respecto puede verse Daniel Witschi y Stefan Holzer...p.2

Ciertamente su utilización renació en la segunda mitad de los años setenta en los Estados Unidos, y hasta 1982 todo el intercambio de estos productos se hacía en ese país. Sin embargo, en 1982 que aparece la London International Financial Exchange (LIFFE), otros mercados empiezan a competir en el manejo de estos instrumentos. Hacia 1989 el comercio en Estados Unidos había declinado al 60%. Hoy en día se intercambian estos productos en todos los centros financieros internacionales, entre otros a través del London Traded Options Market (LTOM), el Tokyo International Futures Exchange (TIFFE) comerciando con contratos en euro-yen desde junio de 1989, a finales de 1990 se abrió el Deutsche Terminbörse, en el mercado de Singapur se comercian a través del Singapore Mercantile Exchange (SIMEX). En el norteamericano el Chicago Mercantile Exchange (CME) y el Chicago Board of Trade (CBOT), crearon en 1990 el GLOBEX que un sistema electrónico de intercambio.

Así, la organización entre los intermediarios para el intercambio de estos productos ha sido determinante para el desarrollo de este mercado, tanto del mercado regular como de las operaciones over-the-counter. También ha contribuido a su expansión "...the increasing standardization of derivatives contracts, the rise of market makers who are supposed to quote prices, and the creation of clearing houses, which provide a degree of protection against the failure of markets participants, also fostered the expansion of the derivatives business." ¹⁶

Por su parte, el Banco de Pagos Internacionales considera que la expansión del mercado de derivados se ha sucedido por la alta volatilidad de los mercados: "They have all been developed for the purpose of managing the risks associated with changes in asset prices, and the increase in volatility of interest rates, exchange rates and share indices in recent years is the factor

¹⁶ Ibid. pp. 1-2.

which has contributed most to their success. But the scale and scope reached by these markets, particularly those in instruments with option-like features, would not have been possible without the changes in information and trading technology which have taken place since the beginning of the 1980s." ¹⁷

La utilización de instrumentos derivados se ha ampliado tan significativamente en parte también porque se considera, entre los intermediarios que, además de proveer liquidez, ante la creciente incertidumbre en los mercados, los usuarios de productos financieros reclaman en mayor medida instrumentos de cobertura. "Here, the primary economic function of exchange-traded derivatives seems to be to provide liquidity, which is the ability to alter exposure to market movements cheaply and quickly...as growing securities trading volumes increased the appetite for risk hedging instruments." ¹⁸

La amplia difusión de los instrumentos derivados ha transformado los sistemas de pagos en las mayores economías. Los instrumentos derivados han servido como una importante extensión del sistema de pagos en la medida en que sustituyen una gran variedad de medios el uso de efectivo.¹⁹

Esta modificación en los sistemas de pagos provocada por la expansión del mercado de derivados ha sido muy importante para atemperar las tendencias deflacionarias en la economía, en particular en los mercados financieros. Ello en la medida en que, "Las estrategias basadas en la utilización de instrumentos derivados típicamente transforman la demanda por medios de pago de un pequeño número de grandes pagos en un gran número de pequeños pagos prolongándose en el tiempo." ²⁰

¹⁷ BPI, Informe Anual, 1990, p. 146.

¹⁸ Daniel Witschi y Stefan Holzer "The rise of new markets -some characteristics.", Op. Cit. p.2.

¹⁹ André F. Perold. "The Payment System and Derivate Instruments", Working Paper, Division Research, Harvard Business School, Boston, 1995.

²⁰ André Perold op. cit. p. 2

Para ilustrar la importancia del volumen de transacciones y la profunda modificación en el volumen de la liquidez que la expansión de productos derivados y toda la innovación financiera produjo puede verse la gráfica 29, donde se ilustra que el volumen de fondos que fluyen a través del sistema de pagos estadounidense pasó de representar entre el 1.5 y 5 veces el producto nacional bruto entre 1854 y 1965 a más de 70 veces dicho producto en 1993. "El orden de magnitud del crecimiento del volumen de pagos parece enteramente atribuible a un cambio estructural: bajar el riesgo de transacciones y costos de frente a la innovación tecnológica y financiera" ²¹ El autor señala que "Toma solo tres días para que actualmente el volumen de transferencia de fondos que fluyen a través del sistema de pagos estadounidense sea igual a todo el producto nacional bruto anual." ²²

La mayor parte de las transferencias de fondos en los Estados Unidos se efectúa a través de los sistemas de pago FedWire y Chips (Clearing House Interbank Payment System) juntas suma alrededor del 85% de valor de los pagos en dólares que no son en efectivo. ²³ Sin embargo, las operaciones con over-the-counter y el mercado interbancario de divisas se compensa y liquida de manera directa, en contacto directo entre las oficinas de las dos partes.

Así, esta profunda modificación en el sistema de pagos si bien ha contribuido a frenar las tendencias económicas deflacionarias, también ha sido parte importante del proceso de fragilización de los mercados financieros y la creación de condiciones propicias para que se desencadene una crisis financiera sobre la cual existiría muy poca capacidad de control por parte de las autoridades financieras.

²¹ André Perold. Op. Cit. p. 3

²² Ibid. p. 2

²³ Los cheques y las tarjetas de crédito suman el 13 % y 0.1% respectivamente, los pagos en efectivo se estiman en 1% del valor total del volumen de pagos. André Perold. Op. Cit. p.6

En particular en los Estados Unidos, los nuevos instrumentos financieros han penetrado aceleradamente toda la estructura del mercado, con muy baja o nula capacidad del gobierno para responder a una crisis financiera procedente del mercado de derivados. Por ejemplo, la gran industria de los Fondos Mutuos, en donde se utilizan en mucho los nuevos instrumentos, existen más de 400 promotores y más de 4000 fondos. Hasta antes del inicio de la crisis, los fondos mutuos invertían en acciones comunes y bonos corporativos. El primer fondo mutuo del mercado de dinero se organizó en 1971, fondos monetarios con exención fiscal en 1979 y fondos en bonos municipales en 1977, fondos en bonos del gobierno de largo plazo en 1977, pero los fondos en bonos internacionales se organizaron hasta 1986, y los fondos en hipotecas de tasa ajustable (ARM) hasta 1990. De hecho en los años setenta hubo una salida neta de recursos de dichos fondos y fue sólo en los años ochenta cuando se aceleró su crecimiento. A finales de 1992, el total de activos de estos fondos incluyendo los fondos del mercado de dinero superaron los 2. billones de dólares, lo que representa cerca del 30% del producto interno bruto anual.²⁴ Durante el primer cuatrimestre de 1994, 1 835 bancos ofrecían fondos mutuos, los de tamaño pequeño y mediano (según su nivel de activos) actúan generalmente como brokers.

La competencia entre los distintos mercados de instrumentos derivados se ha incrementado en estos años. En particular entre Londres y París y entre Estados Unidos y los demás, procurando atraer a su propio mercado operaciones procedentes de todo el mundo. Una expresión de ello es el surgimiento del llamado "bono global", citado en el primer capítulo.

El mercado de instrumentos derivados está siendo estimado en dos grandes segmentos, el llamado mercado regular y el mercado over-the-

²⁴ Gerald W. Perritt. The Mutual Fund Encyclopedia. Dearborn Financial Publishing, 1995. p.2.

counter. En el primero los futuros y las opciones sobre tasas de interés ocupan el mayor volumen con el 94.8% en 1994, como puede verse en el cuadro 29. En el segundo, los swaps sobre tasas de interés representaron el 73% en 1993, como puede verse en el cuadro 30.

La participación estadounidense en los swaps de tasas de interés del mercado over-the-counter, que es el principal renglón de este mercado, declinó del 76% en el primer semestre de 1987 al 34% a mediados de 1994. Con un notable incremento en 1994 de los swaps en marcos, francos y libras. En el mercado organizado la parte más significativa de la actividad se concentra en futuros y opciones de tasas de interés. Entre los primeros, la mayor parte corresponde a futuros sobre bonos del tesoro y sobre euro-bonos en dólares a tres meses.

En los mercados de derivados, los grandes bancos y las casas de bolsa de Estados Unidos, Japón, Francia, Gran Bretaña, Alemania y Suiza son los dominantes y los intermediarios medianos y pequeños tienden a ser los usuarios finales.²⁵

En el caso de los bancos de los Estados Unidos, a finales de 1993, 670 bancos usaron derivados, tanto como usuarios finales o bien como colocadores, en contraste unos 10 000 bancos no los usaron. En el grupo de usuarios existe una alta concentración, 15 miembros de la International Swaps and Derivatives Association sumaban el 93.6% de la actividad en derivados de los bancos comerciales. De estos 15, 6 de ellos (Banker Trust, Bank of America,

²⁵ En lo que toca a los bancos norteamericanos un estudio encontró que los bancos usuarios (tanto en posición de usuarios finales como de intermediarios) tienen débiles posiciones de capital, gran crecimiento de activos, mayores cargos sobre préstamos netos, pagan más ganancias como dividendos y usan más notas y bonos para fondar activos, Joseph F. Sinkey, Edward W. Hiles, David A. Carter. "The Determinants of Hedging and Derivatives Activities by U.S. Commercial Banks", ponencia presentada en 1995 American Finance Association Meeting, Washington, 1995.p. 2.

Chase, Chemical, Citicorp y Morgan) se les describe como los "ruling world derivatives", ya que suman el 89.5% de los derivados detentados por los 15.²⁶

El mercado de productos derivados en el mundo está controlado básicamente por unos cuantos intermediarios. Existe "...a high concentration of derivative activities. Today, not more than fifty institutions worldwide dominate the business with the bulk of the activity accounted for by a much smaller number."²⁷

La mayor parte de los swaps sobre tasas de interés son manejados por grandes bancos, al finalizar 1992, los 20 mayores dealers mundiales sumaron posiciones en swaps por 4 242 mil millones de dólares (4.2 billones). Cinco de éstos, a partir del valor subyacente, fueron bancos estadounidenses, tres franceses, un británico y un banco de inversión de los Estados Unidos.

En lo que toca a los bancos de aquel país, entre 1985 y 1993 el valor subyacente de los swaps de tasas de interés representó el 6.9% y el 80% de los activos totales, el 111.2% y el 1003% de su capital accionario respectivamente. Más del 50% de estos instrumentos tiene vencimiento menores a un año. Solamente para los bancos estadounidenses el valor de reemplazo en 1993 alcanzó lo 76 mil millones de dólares, lo que ofrece una idea del nivel de pérdidas involucradas en caso de incumplimiento y por tanto del costo del rescate.²⁸

El riesgo creciente en los mercados de productos derivados ha venido siendo una preocupación entre distintos analistas y autoridades financieras. En particular el hecho de la insuficiente información que poseen las autoridades

²⁶ Ibid p. 2

²⁷ Daniel Witschi y Stefan Holzer "The rise of new markets -some characteristics.", Op. Cit., p. 5.

²⁸ Datos tomados de Gary Gordon y Richard Rosen. Banks and Derivates. Working Paper No. 5100. National Bureau of Economic Research, Inc. Boston, 1995. Los autores elaboran las estadísticas tomando Swaps Monitor Publications y los Call Reports of Income and Condition.

financieras y reguladoras, de manera que su actuación en caso de una crisis quedaría muy limitada.

Si bien el papel de los instrumentos derivados es distribuir o compartir el riesgo , "...from a systemic point of view this should be of a fundamentally stabilizing and not destabilizing nature. However, the explosive growth of the derivate market may have created new risks with systemic implications. Systemic risk is ultimately a kind of cumulative credit risk (counterparty risk). Credit risk may be triggered by unexpectedly sharp movements in the underlying asset in one direction...by mismanagement at the operational level...and strategic level." ²⁹

Las políticas en materia de regulación y supervisión se han encaminado hacia recomendar mejorar los sistemas de información y la transparencia de las operaciones over-the-counter, mejorar los sistemas de pagos, y la introducción de requisitos de capital a los intermediarios. Estos intentos para mejorar la supervisión no han sido todavía acordados plenamente por los distintos países, ni se han instrumentado en los mercados.

Las seis casas de bolsa más grande de Wall Street convinieron voluntariamente, después de sucesivas discusiones durante 1994, en marzo de 1995 reforzar su control, sobre ventas y comercio de derivados en cooperación con la Comisión de Valores y Cambios y la Comisión de Comercio de Básicos a Futuro. Las compañías convinieron en efectuar reportes regulares a ambas dependencias sobre su comercio privado de derivados. Esta autopropuesta de supervisión normativa surge por primera vez, después de las presiones que estos intermediarios han recibido por las pérdidas relacionadas con derivados de corporaciones como Procter and Gamble, gobiernos municipales como el

²⁹ Daniel Witschi y Stefan Holzer "The rise of new markets -some characteristics.", Op. Cit... p. 4.

condado de Orange y fondos mutuos. Aún cuando, la mayoría de estos problemas proceden de derivados listados y no de los extrabursátiles.³⁰

5.3 UNA EVALUACION DEL ALCANCE REGULADOR DE LAS NORMAS DE CAPITAL DEL ACUERDO DE BASILEA DE JULIO DE 1988.

Desde la segunda mitad de la década de los ochenta, frente a las tendencias deflacionistas de la crisis³¹, la desregulación perfila otro sentido. El riesgo de quiebra y las quiebras mismas provocan la modificación del sentido desregulador, buscando operaciones, instrumentos y reorganización de intermediarios con garantías y posiciones solventes más que una expansión del crédito y de los mercados financieros. Por otro lado, las autoridades reguladoras y supervisoras promueven un cambio buscando preservar la integridad de los sistemas financieros, evitar una crisis financiera generalizada que pudiera llegar a devaluar rápida y fuertemente todos los activos financieros, y tratando de que ello no eleve los costos de intermediación.

Entre las primeras formas institucionales para coordinar acciones de regulación y supervisión financiera internacional surge, incluso a instancias del gobierno de los Estados Unidos, el Concordato de Basilea a mediados de los setenta. Este acordó otorgarle la supervisión de las sucursales bancarias a los países de localización de las matrices. Posteriormente en los años ochenta, después de muchos años de reuniones infructuosas se llega al Acuerdo de

³⁰ Excelsior Jeffrey Taylor. 11-03--95 .Las casas de bolsa convinieron en informar a las Comisiones de que manera se estructura su cartera interna de derivados, cuantificando sus principales 20 exposiciones en sociedades comerciales e informando con quien se comerciaron. Informaran donde se localizan sus principales socios comerciales, con que compañías comercian, y el riesgo de crédito que representan. Sin embargo, la Reserva Federal de Nueva York señaló que no necesariamente se divulgará esta información.

³¹ Al respecto puede verse Trade and Development Report, 1992. UNCTAD. En dicho informe se señala que la inesperada severidad de la recesión global refleja la presencia de un proceso debt-deflation en un número de economías industrializadas, proceso que no se había experimentado desde la Gran Depresión de los treinta.

Basilea respecto de la relación capital activos de los bancos del 8%, finalmente aprobado en 1988 y que se encuentra vigente entre los bancos de los país más industrializados desde finales de 1992.

Este regulación internacional condujó a los intermediarios a incrementar sus operaciones fuera de balance, según Kindleberger "El énfasis en los requisitos de capital como un porcentaje de los activos o de otras obligaciones ha conducido a un movimiento para pasar a las operaciones off-balance-sheet... Este tipo de operaciones generan unas tasas o comisiones para los bancos, pero el activo u obligaciones se negocia o contrata de forma que no sea necesario que figure en los balances de situación, salvo como nota al pie."³²

Sin embargo, la quiebra del BCCI nuevamente cuestionó la efectividad de las medidas y las condiciones de las autoridades reguladoras para poder actuar, en particular en el control de las operaciones internacionales por la necesaria coordinación de diversos cuerpos reguladores y la legislación prevaleciente en relación al secreto bancario. Desde entonces, el Comité de Basilea ha producido nuevas pautas con el objetivo de enfatizar la responsabilidad reguladora de las autoridades de los países en donde se ubican las matrices de los bancos sobre el control de sus operaciones internacionales. Pero también acordó que las autoridades reguladoras de los países en donde se encuentran las sucursales de bancos extranjeros tienen derecho de rehusar el acceso a su mercado e incluso tomar medidas

³² Charles Kindleberger. *Manías, Pánicos y Cracs*. De. Ariel, Barcelona, 1991. p. 202. El propio autor abunda señalando el tipo de operaciones financieras que se llevan fuera del balance y agrega que cada una de ellas podría pasar a ser objeto de requisitos de capital. "Consisten en swaps de intereses o de divisas, contratos de futuros, opciones, suscripción de riesgos, repos (ventas de obligaciones con una garantía de recompra en fecha posterior), falicidades para la emisión de billetes (compromisos) y otros por el estilo. Cada uno de ellos puede ser valorado como una opción o garantía (warrant) e incluido entre los activos o pasivos sobre esta base al objeto de calcular los requisitos de capital, pero el nivel de sofisticación financiera que se precisa para dar un paso así parece bastante elevado" . Charles Kindleberger...Ibidem.

restrictivas contra sucursales que ya se encuentren en su territorio y que no estén cumpliendo adecuadamente con las normas que las autoridades regulatorias les imponen en su propio país.³³

Se ha optado, en este Comité de Basilea por la regulación prudencial, buscando mantener la solvencia de los intermediarios bancarios, tanto por el incremento en la relación capital-activos, como por la calificación de los activos y su distinta ponderación, ésto es una combinación de "stock approach" y "cash-flow concept".

Sin embargo, los límites que exhibe esta reregulación sobre la intermediación financiera son visibles, incluso para las propias autoridades reguladoras, entre ellos: los problemas para extender las normas de capitalización a los intermediarios bursátiles; el control del riesgo involucrado en la concentración de activos en ciertas actividades, empresas o países; los problemas involucrados en la supervisión de entidades financieras conglomeradas. Todos ellos problemas que han sido abordados en las distintas reuniones del Comité de Basilea y a los que todavía se les califica de resolución lejana, particularmente por la existencia de marcos regulatorios y formas de organización muy distintas en los sistemas financieros de las principales economías.

La más reciente quiebra del Baring (1995) involucró operaciones en instrumentos derivados y obligó a su venta a un banco con sede en Amsterdam. Nuevamente puso en la orden del día los problemas de regulación y supervisión financiera, y los límites de la acción de las autoridades financieras cuando se enfocan los problemas de los mercados desde la perspectiva supervisora, pretendiendo que con una supervisión de calidad se puede desregular sin riesgo de crisis bancarias o incluso financieras.

³³ Al respecto puede verse: UNCTAD. Informe Anual...Op. Cit.

Otro obstáculo para el avance de las acciones supervisoras es el problema del lavado de dinero procedente del tráfico de drogas, con particular incidencia sobre el mercado de derivados. Robert Munro, director del Centro Internacional para el Estudio de los Delitos Financieros de la Universidad de Florencia, observa que la naturaleza desestabilizadora intrínseca de estos mercados, la actitud delictiva y temeraria de la gente que en ellos opera y la gran volatilidad de los instrumentos dificulta enormemente la posibilidad de regir y controlar su actividad.

"Los mercados de derivados, en los que un pequeño grupo de delincuentes o un solo individuo, pueden desarticular el intercambio financiero y hasta una economía. Es una prueba más de la subordinación de los sistemas financieros de los Estados Unidos y del Reino Unido a las actividades del narcotráfico".³⁴

5.4. LAS PROPUESTAS EN NORTEAMERICA Y LAS TENDENCIAS DE CAMBIO EN LAS ESTRUCTURAS FINANCIERAS.

El secretario del Tesoro de los Estados Unidos Robert Rubin ha señalado que existe un gran interés de su parte por alcanzar una reforma financiera que permita romper las barreras entre la banca comercial, la banca de inversión y

³⁴ Según Rowan Bosworth Davis, autor de "Ingovernabilidad global, la influencia de los mercados de futuros y de derivados", el mercado de productos derivados posee características idóneas de invisibilidad y rapidez para los grandes lavadores de dinero. Entre los corredores de dichos productos prevalece una cultura anarquista y de libre espíritu, rechazan las normas tradicionales que rigen el comportamiento del intercambio. En la citada obra el autor ofrece ejemplos del uso del mercado de derivados para actividades ilícitas. 1. El general Noriega escondió dinero a través de Capcom Financial Services, correduría de derivados y filial del BCCI. 2. Un grupo de empresarios asiáticos defraudaron la sucursal en Londres del banco Johnson Matthey mediante cuantas que tenían en Esal Commodities la firma de derivados de ese banco. 3. Cuentas de la mafia italiana de Nueva York en empresas de derivados localizadas en Londres. 4. Socios de la mafia siciliana fundaron innumerables compañías de futuros y opciones en Londres desde donde hacían transferencias a cuentas secretas en Italia y Suiza. El Financiero, 14 de mayo de 1995.

los seguros, pero al mismo tiempo garantizar la seguridad de los ahorros.³⁵ En su opinión debe de ser el mismo mercado financiero el que decida que estructura organizativa darse para sus operaciones. Por ello, el ejecutivo puede trabajar con el legislativo y escuchar las propuestas de los dirigentes de la banca comercial para elaborar el plan de modernización.

Las propuestas de reforma financiera legislativa en curso son básicamente tres. La propuesta presentada por Jim Leach, presidente del comité bancario de la cámara baja que plantea remover las restricciones para que los grupos bancarios puedan ser propietarios de firmas de valores, grupos que quedarían bajo la regulación de la Reserva Federal, permitir la creación de un nuevo tipo de banco mayorista con actividades bancarias y de valores que quede fuera del seguro de depósito. Esta propuesta ha ganado el apoyo de Alan Greenspan.

Una segunda propuesta presentada por Alfonse D'Amato, presidente del Comité Bancario del Senado, permitiría a los bancos operar con seguros y valores a través de subsidiarias independientes y también permitiría que compañías poseyeran bancos y viceversa; preve la creación de una nueva comisión reguladora conjunta que supervisaría de manera funcional independiente la actividad bancaria, de valores etc.

La tercera propuesta es la elaborada por Robert Rubin, secretario del Tesoro, ésta permitiría a los bancos ser propietarios de compañías de valores de manera directa, en lugar de configurar un grupo, lo que plantea problemas para mantener o extender el seguro de depósito.³⁶

Por lo que toca a la intrincada red de supervisión de la intermediación financiera también han cursado propuestas de crear de un organismo unico de

³⁵ Excelsior 4 de mayo de 1995

³⁶ Excelsior 9-03-95

supervisión financiera, sin embargo, también ha sido una propuesta muy debatida en la medida en que debiera conjuntamente resolverse el problema de la permanencia o no del seguro de depósito.

La abolición de la Ley Glass-Steagall en los próximos años que separa la banca comercial de la banca de inversión y los seguros en los Estados Unidos vendría a reconocer lo que ya ha venido sucediendo en el mercado, aunque posibilitaría una intensificación de la competencia financiera en el mercado y una aceleración del proceso de fusiones y adquisiciones. Sin embargo, varios de los más importantes bancos ya han recibido autorización de la Fed para suscribir bonos y acciones, tales como J.P. Morgan, Citybank, Chemical Bank y NationsBank. Por otro lado, los grandes bancos de inversión también compiten con los bancos comerciales, por ejemplo Merrill Lynch fue el mayor emisor de certificados de depósito en 1994, por encima de los propios bancos.³⁷

Los grandes bancos de inversión poseen largas cadenas al menudeo por todo el territorio. Mientras que los bancos comerciales iniciaron dicha expansión en los años ochenta a través de convenios entre los estados y las reformas de septiembre de 1994 que eliminan las restricciones de la Ley McFadden, de manera que se permitirá la consolidación de sucursales bancarias interestatales. "The Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act of 1994...eliminates most restrictions on interstate bank acquisitions and makes interstate branching possible for the first time in seventy years."³⁸

Con esta reforma se permitirá a los Bank Holding Companies (BHC's), también llamados multi-bank holding companies (MBHC) adquirir bancos en

³⁷ Merrill Lynch opera en 31 países emplea a 44 mil personas, estuvo dirigida en los setenta por Don Regan quien fuera secretario del Tesoro de Ronald Reagan, en 1994 obtuvo un rendimiento de 18.6% sobre capital propio y las mayores utilidades, habiendo sido un año malo para muchas compañías de valores; más de una quinta parte de los ingresos se generan fuera de los estados unidos. Excelsior 9-05-95.

³⁸ Susan McLaughlin "The impact of Interstate Banking and Branching Reform: Evidence from the States", en Current Issues in Economics and Finance, Federal Reserve Bank of New York, Vol. 1, number 2, mayo de 1995.

cualquier parte del país a partir de septiembre de 1995, sólo sujetas a ciertas restricciones. Y a partir de junio de 1997 los BHC podrán convertir los bancos adquiridos en otros estados en sucursales de un solo banco interestatal.

De hecho en la década pasada muchos estados levantaron las restricciones a través de acuerdos de reciprocidad. Un estudio del proceso que toma el período que va de 1988 a 1993 concluye que esta expansión interestatal se sucedió preferentemente por la vía de comprar bancos en los estados vecinos más que en los distantes en una relación 75% y 25% respectivamente. Hasta junio de 1993, 159 BHC operan bancos comerciales en dos o más estados, y representan el 88.5% de los activos bancarios totales. La expansión interestatal se ha efectuado principalmente a través de la compra de bancos ya establecidos y en mucho menor medida a través de nuevos establecimientos.

En este punto, las reformas en curso hacen esperar que los bancos buscarán expandirse por la vía de comprar bancos y que tratarán rápidamente de consolidar sus operaciones. "The speed with which BHC's responded to state branching reforms by consolidating their banks suggest that many institutions expected to gain substantial benefits from bank consolidation and branch conversions"³⁹ Otros estudios confirman que ciertamente el crecimiento de los bancos de los Estados Unidos en su territorio se ha sucedido principalmente a través de adquisiciones y fusiones. Pero en los estudios sobre de las economías de escala resultantes, se ha probado que éstas existen para los pequeños bancos y que esta expansión no promete a los grandes bancos una reducción importante de sus costos de operación.⁴⁰

³⁹ Susan McLaughlin...p.3.

⁴⁰ Véase Allen N. Berger, David B. Humphrey. "Bank scale economies, mergers, concentration and efficiency: the U.S. experience", Finance and Economics Discussion Series 94-23, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, 1994.

Si no hay criterios de reducción de costos de operación, entonces el interés de los grandes bancos por las fusiones y adquisiciones no posee un impulso basado en la eficiencia sino en la competencia por la ampliación del mercado.

La remoción de ambas leyes podría impulsar la consolidación de grandes conglomerados financieros, mientras que muchos de los pequeños y medianos bancos estatales difícilmente resistirán la competencia abierta y se verán envueltos en compras forzadas y otros quebrarán.

Por otra parte, el intrincado sistema de control y supervisión financiera, así como la discrecionalidad de las autoridades financieras ha sido probablemente también un mecanismo de protección contra la competencia extranjera en la intermediación financiera. Sin embargo, la participación extranjera en este sector en los años ochenta ha crecido notoriamente. "La totalidad de los activos norteamericanos de los bancos extranjeros se incrementó desde 32.3 mil millones de dólares en 1973 a 592.7 mil millones de dólares en 1987, cuando las oficinas estadounidenses de los bancos extranjeros contaban con el 19% del total de los activos bancarios del país y eran tenedores de más de una tercera parte de todos los préstamos comerciales."⁴¹

Capitales japoneses y británicos son la principal procedencia de las inversiones en banca comercial, de inversión y seguros. Hasta 1987 la mayor penetración fue a través de sucursales y agencias que ofrecen servicios bancarios "mayoristas". Sin embargo, la participación extranjera también ha crecido a través de subsidiarias, en California 5 de los 10 mayores bancos eran japoneses en el año citado. En Wall Street capitales japoneses han adquirido participación en Lehman Brothers hasta hace poco propiedad de American Express, en Goldman Sachs, en Peine Webber, y Nomura adquirió participación

⁴¹ Norman Glickman y Douglas P. Woodward. Los Nuevos Competidores. Ed. Gedisa, Barcelona, 1989. p. 91.

en Wasserstein and Perella.⁴² Otro ejemplo importante es la presencia del Credit Suisse, a través del CS First Boston, cabe recordar a dicho banco suizo es el líder mundial en el mercado de derivados.

Todo ello debe evaluarse cuidadosamente cuando se pretende analizar las tendencias a la regionalización y la posibilidad de consolidación del bloque estadounidense.

5.5 ALGUNAS CONCLUSIONES.

Como resultado de la crisis de largo plazo que se inicia con el rompimiento de los Acuerdos de Bretton Woods se fue imponiendo la administración activa de los activos y pasivos de la banca, en la medida en que se quiebra la relación entre la tasa de interés y la tasa de ganancia. Desaparece el referente esencial de las tasas de interés y las relaciones cambiarias quedan dominadas no sólo por los crecientes volúmenes de recursos líquidos generados por emisores privados en búsqueda de rentabilidad a lo largo de los distintos mercados financieros, sino también por el curso de los cambios sucedidos en las relaciones de poder entre los Estados nacionales de las mayores economías.

Bajo las condiciones del crecimiento estable de la posguerra, cuando las relaciones cambiarias entre las monedas de las mayores economías quedaron organizadas en los términos de la correlación de fuerzas que emerge de la Segunda Guerra, los bancos hicieron una gestión de activos y pasivos sobre la

⁴² Nomura, originalmente una casa bursátil de Tokio, es un importante negociador de los bonos gubernamentales norteamericanos, su oficina en Londres es una de las más importantes colocadoras de eurobonos. El valor de su capital accionario supera al de Ford o Dupont y Merrill Lynch. Véase Norman Glickman...Op. Cit. p. 93.

base de funciones relativamente previsibles en cuanto a las tasas de interés y tipos de cambio, con selecciones de largo plazo, determinando las condiciones de remuneración de sus pasivos en un marco de regulación estatal tanto respecto de los instrumentos como de las variaciones de las tasas de interés que son función de las variaciones en la tasa de descuento de los bancos centrales y no decisiones autónomas. Así, los bancos deciden las formas y condiciones del crédito y detentan un importante portafolio en financiamientos al sector público.

La gestión activa de los activos y pasivos de los bancos se impone entre éstos cuando se modifica radicalmente la preferencia por la liquidez. Las rápidas modificaciones en las tasas de interés, elevó los costos de la captación y en general la remuneración de sus pasivos, modificándole además hacia el corto plazo; mientras que sus activos requieren ser también ampliados pero con tasas de interés variables en el corto plazo.

Esta modificación del balance de los bancos en condiciones de inflación, cambios acelerados en los precios y en los precios relativos, es posible a través del también rápido crecimiento de los activos bancarios. Dicho crecimiento responde a la vez a: rápidas modificaciones de las tasas de interés y al incremento de recursos líquidos en poder de las empresas que han retraído sus inversiones de ampliación de su capacidad productiva. En condiciones de la primera etapa de la crisis, la administración del balance de los bancos encontró menos restricciones ya que el mercado de servicios financieros se ampliaba hacia la más dinámica administración de las posiciones líquidas de las empresas. Por el contrario, en las condiciones de la segunda etapa de la crisis, cuando las tendencias deflacionarias van prevaleciendo, la ampliación de la participación de los intermediarios en los mercados, la posibilidad de incrementar sus activos ha quedado más supeditada a la competencia entre

los intermediarios y por tanto al desplazamiento entre éstos. Así, los activos bancarios pudieron continuar creciendo, en la primera etapa de la crisis, a través del crédito a tasas de interés variables y acortamiento en los vencimientos. En la siguiente etapa de la crisis, sin las condiciones relativamente propicias de la inflación, sino por el contrario en el curso de tendencias deflacionarias, los activos bancarios avanzan hacia un movimiento generalizado de titulación, como la manera de reconfigurar su portafolio hacia las cambiantes expectativas de rentabilidad.

Así, la administración del balance de los bancos, el movimiento generalizado hacia la titulación, en los años noventa la explosión de las operaciones fuera de balance, son resultado de la crisis de largo plazo y con ella de los cambios en la preferencia por liquidez. El movimiento generalizado hacia la titulación y la desintermediación bancaria, no significa un desplazamiento de los intermediarios bancarios en los mercados financieros, sino en todo caso una agudización de la competencia cuando se diluyen las líneas de demarcación entre la banca comercial y los intermediarios no bancarios. Sin embargo, dicha titulación del crédito significa un desplazamiento del crédito como capital adelantado por el crédito-titulado que depende para su valorización menos de la ganancia y crecientemente de los ingresos procedentes de otras fuentes.

El movimiento generalizado a la titulación y hacia las operaciones fuera de balance separa la decisión del inversor de comprar un título de la posición crediticia de la institución originaria, la decisión depende de la posibilidad de los activos subyacentes de generar un flujo de efectivo necesario para los pagos contratados y el grado de protección incorporado en la estructura del título en sí mismo. Los activos subyacentes más comunes son las hipotecas, los pagarés de tarjetas de crédito, préstamos para autos y otros pagarés de

consumo. Finalmente crédito adelantado para saldarse por ingresos que no proceden de la ganancia, sino de otro tipo de ingresos de los hogares.

Cuando la ampliación de los activos financieros depende menos de la ganancia y más de ingresos procedentes de otras fuentes, los bancos modifican su preferencia por la liquidez y su papel de financiamiento a la producción se trastoca. Cambia hacia el financiamiento de bienes en tránsito, en los últimos años esta situación se lleva al extremo de sostener sus ingresos más en comisiones (por intermediación de títulos, por su participación en el mercado cambiario) que en los márgenes. Incluso al punto en que aumentan más sus ingresos en el desarrollo de las operaciones fuera de balance.

El funcionamiento de los grandes bancos se transforma, cuando el crédito propiamente tal va cediendo lugar a la emisión y negociación de títulos del más diverso orden, la llamada tendencia a la titulación del crédito. El cambio en su papel de financiamiento a la producción hacia el financiamiento de bienes en tránsito y el comercio de títulos financieros, implica que una parte decreciente de las operaciones bancarias dependen de la ganancia empresarial y una parte creciente de la incorporación de activos no financieros a activos financieros, esto es que los balances de los bancos y toda su actividad de intermediación pasa a depender más de la especulación y centralización.

Así, el financiamiento para bienes en tránsito, subyace en el curso mismo de la titulación de los activos bancarios y del boom de las operaciones fuera de balance y el uso de instrumentos derivados. El crédito como capital adelantado para la producción, cede su lugar a la titulación que implica una incorporación creciente de activos hacia una movilización financiera propiamente tal, cuyas rentas están vinculadas a: ingreso procedente de las remuneraciones (con la titulación de hipotecas, pagarés, etc), la ganancia generada en otros

mercados (con la titulación de los activos procedentes de las llamadas economías emergentes), a la renta petrolera; a la futura ganancia pero procedente de activos preexistentes y que no tenían un vínculo desarrollado con los mercados financieros. Con lo que, además de frenarse la expansión de activos productivos y por tanto de la fuente de la ganancia empresarial, refuerza las tendencias deflacionarias de la economía actual y, también, fragiliza la formación de expectativas. Constituyéndose en un obstáculo para la estabilización de la ganancia y para un nuevo reparto como ganancia media.

Si el crecimiento de los activos bancarios y del crédito en lo particular se desvincula, relativamente, de las ganancias de las empresas, hay otras bases del crecimiento del crédito que fragilizan la estructura productiva. El crédito como capital adelantado para saldarse con la ganancia generada encuentra límites junto con el descenso en la tasa de ganancia y pasa a ser parte de las fuerzas que impiden la formación de la tasa media de ganancia.

La administración activa del balance de los bancos, el amplio proceso de titulación y la rápida generalización de las operaciones fuera de balance, resultan así un componente de la crisis, ya que se encuentran vinculadas a la inestabilidad de los tipos de cambio y de las tasas de interés. Puede sostenerse que el retorno a condiciones macroeconómicas estables, implica una expansión estable de largo plazo de los activos bancarios vinculados a la ganancia y por tanto una reestructuración de la intermediación financiera que restituya al crédito y a las tasas de interés su función y, por tanto, una pérdida relativa del sentido de los mecanismos de innovación y "globalización" vigentes en la crisis.

En el trabajo se sostiene que pueden identificarse dos etapas en la desregulación financiera que acompañan a la crisis. La primera etapa contempla la ruptura en las relaciones cambiarias entre las principales

monedas y la quiebra del patrón oro-dólar que concitaron la liberación de los movimientos de capital y crearon un medio favorable para la expansión del financiamiento bancario privado. Las primeras consecuencias aparecieron sobre el mercado de cambios y los préstamos internacionales. La competencia bancaria fue profundamente afectada por este nuevo nivel de la internacionalización financiera. La administración de los bancos cambió rápidamente con el objetivo de ganar las mayores ventajas posibles de la nueva situación ofrecida por el crecimiento del volumen de operaciones internacionales y por las transformaciones de los mercados de dinero y capitales.

La gestión activa del balance bancario y las operaciones interbancarias fueron la forma financiera de enfrentar la acumulación de haberes líquidos de las empresas ante el freno de la ganancia, se inició así la brecha entre los activos productivos y los activos financieros. Por otro lado, la oferta de crédito durante este período fue encontrando prestatarios entre los gobiernos para enfrentar los problemas de déficit externo, entre las empresas para impulsar una mayor presencia en los mercados externos, y entre los países subdesarrollados para saldar sus cuentas externas.

La dinámica oferta de crédito muy pronto se enfrentó a la necesidad de refinanciamiento de los prestatarios, además que parte importante de dicho crecimiento de la oferta de recursos bancarios también se explica por la creciente demanda bancaria por fondos en el mercado interbancario. En esta primera etapa de la crisis, el crédito adelantado para la producción es pagado sin que nuevamente sea reclamado para la producción. Mientras que las empresas realizan sus mercancías y mantienen posiciones líquidas. A su vez, los consumidores se endeudan para comprar dichas mercancías. Pero los activos bancarios crecen aceleradamente para dar salida de rentabilidad a todos los

haber líquidos. A nivel del crédito bancario, éste empieza más a funcionar como crédito de bienes en tránsito. Los Estados asumen políticas anticíclicas tradicionales, con el consecuente incremento de su posición deudora.

La etapa inflacionaria de la crisis permite un rápido crecimiento de los activos bancarios, el negocio bancario estaba precisamente en este crecimiento acelerado de sus activos más que propiamente en los márgenes. Poco o ningún nivel de riesgo era percibido.

En la segunda etapa de la crisis, a partir de la crisis de deuda de 1982 los bancos empiezan a tener una parte de sus activos "congelados" entre los países deudores insolventes, la otra parte de sus activos habrían de flexibilizar más aún su manejo, de manera que aparece la tendencia a emplear créditos negociables. Procurar mejorar el balance incrementando los márgenes, con un lento crecimiento del balance para no presionar sobre fondos propios y buscar aumentar los ingresos por comisiones.

Así, los bancos pudieron continuar con un menor crecimiento de sus balances, pero especialmente disminuir el problema de desequilibrio en los vencimientos en la medida en que podían adquirir activos negociables sin compromiso de renovación, conservando el máximo de flexibilidad en sus activos.

La administración activa del balance de los bancos y en los ochenta la titulación del crédito han tenido profundas repercusiones sobre la organización de los intermediarios con la diversificación de empresas financieras y su agrupación bajo consorcios en el sector. La multiplicación de instrumentos y operaciones cambiaron el mundo financiero de manera acelerada, los bancos alcanzaron a través de la titulación una reconfiguración de sus activos.

El tipo de competencia que abre la crisis de largo plazo concita a modificar las normas y leyes que rigen al sistema financiero. Las empresas del

sector deben enfrentar dos cuestiones, por un lado la competencia para intermediar un mayor volumen de recursos en busca de renta, en condiciones de baja de la tasa de ganancia y de incertidumbre; por otro lado, deben enfrentar los cambios en el patrón monetario, y la decadencia del dólar. Los bancos deben realizar operaciones en otras monedas y darse las condiciones para poder fondearse en las monedas más convenientes.

A todo lo largo de la crisis actual pueden identificarse elementos desregulatorios en las relaciones financieras. Sin embargo, puede distinguirse el hecho de que durante la primera fase de la crisis, esta desregulación abrió y amplió espacios a la competencia de los intermediarios financieros y sus monedas, profundizó la internacionalización. La misma inflación, con modificación en los precios relativos, aceleró la centralización de capitales. Distinguirse de la desregulación de la década de los ochenta, cuando se va presentando el proceso deflacionario y la desregulación enfatiza la cobertura del riesgo, riesgo de pérdida o quiebra, la multiplicación de garantías, y la propia innovación financiera; el respaldo gubernamental, o bien el traspaso de pérdidas a los presupuestos públicos, a través de la modificación de las normas contables y fiscales, o a través de rescates.

Dos énfasis desreguladores, además en esta segunda etapa encontramos la percepción de la necesidad de volver a normar. Procedente principalmente de la inestabilidad financiera, la multiplicación de quiebras en los propios países industrializados, la creciente dificultad de los Estados nacionales para frenar la propagación de las quiebras bancarias, los mayores problemas para la acción del "prestamista en última instancia", el temor de que se genere una crisis financiera que signifique un descenso generalizado de todos los activos, la incapacidad de los órganos supervisores locales para prevenir los estados de insolvencia o iliquidez de los intermediarios.

Desde la década de los ochenta, frente a tendencias fuertemente deflacionarias, se multiplica el uso de instrumentos de cobertura, en donde básicamente se desarrolla la innovación financiera. Los mercados de productos derivados regular y over-the-counter se convierten en el sustento del crecimiento de los activos financieros que se defienden de las tendencias deflacionarias que están afectando gravemente a otros sectores como aeronáutica, bienes raíces, automotriz, etc.

Las tensiones financieras aparecen en los mercados accionarios y en los monetarios, la presencia de productos derivados son preferentemente en esos dos mercados. En este campo se sucede la competencia entre las corporaciones por los mercados, así como la existente entre los propios intermediarios. Estos últimos se han dado dos formas de enfrentar estos problemas, por un lado los ingresos procedentes de comisiones y del intercambio de divisas; por otro lado, la sofisticación de productos "a la medida".

La desregulación financiera y la ruptura de los espacios económicos ha venido a cuestionar la coherencia de los espacios económicos constituidos en la posguerra. La desregulación financiera y la tendencia a la llamada globalización están constatando la destrucción de aquellos espacios económicos y con ello de sus monedas que previamente tenían aceptación como medios de pago y reserva de valor en sus propios espacios. Tienden a ser sustituidas por otras monedas (dinero de alta confianza). Ello además de plantear la pérdida de control sobre el sistema de pagos, la política monetaria y financiera local y los problemas políticos asociados, plantea el problema del reconocimiento productivo y financiero de activos cuya valorización y reproducción se sucede en las monedas así "destruidas" o sustituidas por el aparato productivo-financiero vencedor. Todo ello en el curso de la crisis y de

una competencia irrestricta entre los capitales se sucede a costa de una desvalorización y destrucción parcial de los activos denominados en la moneda desplazada. Proceso que se acompaña de crisis bancarias y de crisis políticas.

Así, la apertura comercial y financiera en los países de América Latina durante la presente crisis, ciertamente está desarticulando el pobre nivel de coherencia económica en que se fundaban varias de las mayores economías. A tal punto ha llegado esta destrucción que están siendo rápidamente desplazados sectores o grupos que económica y políticamente daban un sustento esencial al bloque en el poder que durante décadas dirigió la acumulación. Al tiempo en que otros grupos han venido resolviendo la cuestión de su rearticulación con capitales extranjeros. En particular, algunos sectores de los grupos económicos que tenían entre otras actividades, un lugar en el control del crédito y en la propiedad de los intermediarios financieros están rápidamente perdiendo posiciones a favor de capitales extranjeros. El desplazamiento, en su caso disolución o reacomodo, como grupo social económica y políticamente dominante plantea en la orden del día las condiciones de su sustitución.

El acelerado empobrecimiento de amplios sectores de los países subdesarrollados de América Latina ha empequeñecido sus mercados locales, mientras que la producción en gran escala en algunos centros y los cuatro tigres, penetra y saca del mercado a los productores locales.

La condición de consumidor de productos extranjeros y escaso productor que estaría imponiéndose, no posee sustento económico alguno, no puede desarrollarse sino momentáneamente a través de la palanca del crédito y tiende a la deflación.

Las naciones de la región con un más amplio desarrollo del mercado financiero que van permitiendo la presencia y crecimiento de intermediarios financieros extranjeros en sus economías, podrían tender a la integración monetaria y financiera. En condiciones de deflación, los intermediarios financieros con mejores condiciones para fondearse en moneda extranjera penetran rápidamente y se apropian del reducido mercado financiero en estos países, sacando del mercado a los intermediarios locales con significativas pérdidas para éstos o para sus Estados salvaguarda, tal es la tendencia presente en las crisis bancarias de Argentina, Brasil, Venezuela y México.

La agudización de las fuerzas deflacionarias procede del centro, aún cuando el eslabón más débil son los países subdesarrollados. Respecto de las condiciones que indicarían una profundización de la deflación son el nivel de endeudamiento y la persistencia de la tendencia alcista de las tasas de interés. De ahí, puede pensarse que los Estados Unidos no podrán mantener la posición del dólar ni subiendo tanto las tasas ni deprimiendo tanto su economía, y que, por tanto, tendrán que aceptar una mayor devaluación del dólar y/o bien cerrar más su espacio económico, profundizando su enfrentamiento comercial con Japón y otros países.

Ahora bien, respecto de donde esperar una nueva crisis financiera internacional, creo que podría esta vez involucrar más directamente a los bancos comerciales y de inversión, en especial a aquellos que han tomado posiciones fuertes en derivados. La banca estadounidense ha acelerado nuevamente su proceso de fusiones, la mayor de ellas entre el Chemical Bank y el Chase Manhattan, colocando al nuevo banco a la cabeza de la banca comercial y poniendo en entredicho las estrategias de expansión de otros de los mayores bancos como el Citibank. Fusiones y quiebras entre bancos y casas de corretaje y fondos de inversión en Estados Unidos, están en marcha como

parte de un proceso que está siendo frenado por la amplia gama de espacios institucionales estadounidenses. Pero la generalización de una crisis financiera podría presentarse con el nuevo ciclo recesivo de la economía de los Estados Unidos.

La lucha por nuevas formas de control y supervisión entre los intermediarios estadounidenses no parece estar siendo ganada por las autoridades y, por otro lado, podrían hacerse más fuertes las presiones para la regulación si le antecede una crisis bancaria internacional. Pero una crisis de este orden podría ser resultado de una mayor desestabilización cambiaria que obligue a reanudar las diferenciales entre las tasas de interés.

BIBLIOGRAFIA.

- M. Aglietta. Globalisation Financiere: L'aventure obligee. Ed. Económica, París, 1990.
- Yilmaz Akyüs. "Inestabilidad e incertidumbre en los mercados financieros internacionales", en Cemla Boletín Vol. XXXVII No. 6 Noviembre-Diciembre de 1991.
- León Bendesky. (Compilador) El Papel de la Banca Central en la Actualidad. Selección de Textos. CEMLA. México, 1991.
- Allen N. Berger, David B. Humphrey. "Bank scale economies, mergers, concentration and efficiency: the U.S. experience", Finance and Economics Discussion Series 94-23, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, 1994.
- Andrew F. Brimmer. "Banca central y riesgos sistémicos en los mercados de capital", en Cemla Boletín Vol. XXXVIII, No. 3 Mayo-Junio de 1991.
- G. Bröker. La Concurrence dans le secteur bancaire. OCDE, París, 1989.
- Ralph C. Bryant. International Financial Intermediation. Brookings Institutions, 1987. Washington D.C.
- Arthur Burns. The Ongoing Revolution in American Banking. Editado por American Enterprise Institute for Public Policy Research. 1988, Estados Unidos.
- Arthur Burns. Reflections of an economic policy maker. American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington, 1978.
- K. Button y Dennis Swann ed. The Age of Regulatory Reform. Oxford University Press, Oxford, 1989.
- Maurice Bye y Gerard Destanne de Bernis. Relations Economiques Internationales. Ed. Dalloz, Cinquieme edition, Paris, 1987.
- K. Carlson. "The U.S. Balance Sheet: What is it and what does it tell us?", en Federal Reserve Bank of St. Louis, september/october 1991.
- Cemla. Boletín de Supervisión y fiscalización bancaria. Vol. 1 No. 2. México, 1992.
- Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. "Medición y Control de los grandes riesgos crediticios", en Cemla Boletín Vol. XXXVIII No. 2 Suplemento Marzo-Abril de 1991.
- Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. "Supervisión de los riesgos de mercado", en Cemla Boletín Vol. XXXVIII No. 2 Suplemento Marzo-Abril de 1991.

- Consejo de Interacción. "El papel de los bancos centrales en los mercados financieros globalizados", en *Cemla Boletín* Vol. XXXVII No. 5 Septiembre-Octubre de 1991.
- G. Corrigan. "Balancing Progressive Change and Caution in Reforming the financial system", en *Federal Reserve Board of New York, Quarterly Review*, Summer 1991.
- Mike Davis. "El viaje mágico y misterioso de la Reaganomía", en *Revista Nexos*, abril de 1985, México.
- Gerard De Bernis. *El Capitalismo Contemporáneo*. Ed. Nuestro Tiempo, México, 1988.
- Gerard De Bernis. "Observations sur la 'contrainte extérieure'", en *Economies et Sociétés. Cahiers de l'I.S.M.E.A. Serie H.S. 29*. Presses Universitaires de Grenoble, Francia, 1985.
- Gerard De Bernis. *Crise et Régulation*. Grrec, Presses Universitaires de Grenoble, Francia, 1983
- Suzanne De Brunhoff. *La política monetaria: un ensayo de interpretación marxista*. Ed. Siglo XXI.
- J. Dermine. *European Banking in the 1990's*. Basil Blackwell, U.K., 1990.
- Deutsche Bundesbank. "Los conglomerados financieros, reto para los supervisores", en *Cemla Boletín* Vol. XXXVIII No. 2 Suplemento Marzo-Abril de 1991.
- Robert Devlin. "El Nuevo Manejo Internacional de la Deuda de América Latina", en *Revista de Comercio Exterior* Vol. 39, Num.12, diciembre de 1989. México, Banco Nacional de Comercio Exterior.
- R. Dornbusch. "Federal Reserve Policy in the Volcker era: International Issues", mimeo, diciembre de 1988.
- Patrick Downes y Reza Vaez-Zadeh (Editores). *The evolving Role of Central Banks*. International Monetary Fund.
- Martin Felstein (Editor) *The risk of Economic Crisis*. University of Chicago Press. 1991.
- D. Foley. *Money, accumulation and crisis*. England, 1986.
- Edward P. M. Gardener y Philip Molyneux. *Changes in Western European Banking*. Ed. Routledge, 1993.
- Luis-Alberto Giorgio. "Banca central y estabilidad del sistema financiero", en *Cemla Boletín* Vol. XXXVII No. 4 Julio-Agosto de 1991.
- Alicia Girón. *Fin de Siglo y Deuda Externa: Historia Sin Fin*. Editado por Cambio XXI e Instituto de Investigaciones Económicas. México, 1996.

- Norman Glickman y Douglas P. Woodward. Los Nuevos Competidores. Ed. Gedisa, Barcelona, 1989.
- Gary Gordon y Richard Rosen. Banks and Derivates. Working Paper No. 5100. National Bureau of Economic Research, Inc. Boston, 1995.
- D. Gowland. The regulation of financial markets in the 1990s. Edward Elgar, England, 1990. (p)
- H. Grubel. The international monetary system: Efficiency and practical alternatives. Penguin Books Ltd. England, 1969.
- Arturo Guillén "La fase deflacionaria de la crisis estructural", Ponencia presentada en la Academia Mexicana de Economía Política el 18 de Octubre de 1990. México.
- Arturo Guillén. "La recesión de la economía estadounidense: crisis estructural y deflación", en Comercio Exterior, Vo. 41, núm.7, julio de 1991.
- Arturo Guillén. "Bloques regionales y globalización de la economía mundial", en Economía Teoría y Práctica No. 3, 1994. Universidad Autónoma Metropolitana. México.
- Arturo Guillén. "El sistema financiero y la recuperación de la economía mexicana", en Revista de Comercio Exterior Vol. 44, No. 12, México diciembre de 1994.
- R. Harrington. La Gestion par les Banques de Leurs Actifs et de Leurs Passifs. OCDE. París, 1987.
- R. Glenn Hubbard ed. Financial Markets and Financial Crises. Chicago, University of Chicago Press, 1991.
- Arturo Huerta. Liberalización e Inestabilidad Económica en México. Ed. Diana, México, 1992.
- Roberto Ibarra. "Notas sobre las actividades cuasifiscales del banco central", en Cemla Boletín Vol. XXXVII No. 1 Enero-Febrero de 1991.
- Vidal Ibarra Puig. "Represión y Liberación de las Actividades Financieras en los Países en Desarrollo. El Caso de América Latina", en Revista de Comercio Exterior, Vol. 39, Num. 12, diciembre de 1989. México, Banco Nacional de Comercio Exterior.
- Institute for International Economics. Resolving the Global Economic Crisis: After Wall Street. A Statement By Thirty-three Economists From Thirteen Countries. Special Report 6. Washington, 1987. Estados Unidos.
- International Monetary Fund. Private Market Financing for Developing Countries. Washington 1991.
- International Monetary Fund. Private Market Financing for Developing Countries. Washington 1995.

- R. Johnson. "The bank credit 'crumble'", en Federal Reserve Board of New York, Quarterly Review, Summer 1991.
- J. Jordan. "Reestructuración de las instituciones financieras en una economía global", en Cemla Monetaria Vol. XIII, No. 4, octubre-diciembre de 1990.
- Edward J. Kane. "What is the value-added for large U.S. Banks in offering Mutual Funds?" en Working Paper No. 5111. National Bureau of Economic Research, Inc.
- George G. Kaufman. The U.S. Financial System. Money, Markets, and Institutions. Ed. Prentice-Hall, New Jersey, third edition, 1986.
- George G. Kaufman. Banking Structures in the mayor countries. Kluwer Academic Publishers. 1991. Nueva York.
- Ethan B. Kapstein "La supervisión de bancos internacionales: orígenes y repercusiones del Acuerdo de Basilea", en Cemla Boletín Vol. XXXVIII, No. 3 Mayo-Junio de 1991.
- Keith Krause. Arms and State: Patterns of military producción and Trade. Cambridge Studies in International Relations: 22. Cambridge University Press, 1992.
- John M. Keynes. A Treatise of Money. En Collected Writings of John Maynard Keynes. Volumen V. Publicado por MacMillan-St.Martin's Press para The Royal Economic Society, 1971, Londres. Primera Edición en 1930.
- C. Kindleberger. Manias, Panics and Crashes: A history of financial crises. Basic Books, 1989. (p)
- C. Kindleberger. Keynesianism vs. monetarism and other essays in financial history. Ed. Allen and Unwin, Gran Bretaña, 1985 (p)
- Charles Kindleberger y Jean-Pierre Laffargue. Financial Crises: Theory, History and Policy. Cambridge University Press, 1982.
- Horst Köhler. "Supervisión Bancaria y Responsabilidad Política", en Cemla Boletín Vol. XXXVIII No. 2 Suplemento Marzo-Abril de 1991.
- Peter Lee. "Securities houses face capital clampdown", en Euromoney, abril de 1992.
- Samuel Lichtensztejn. "Una Aproximación Metodológica al Estudio de la Internacionalización Financiera en América Latina", en Revista Economía: Teoría y Práctica, Num. 2, primavera 1984. México, Universidad Autónoma Metropolitana.
- Samuel Lichtensztejn. "De la Crisis al Colapso Financiero Internacional", en Revista Economía de América Latina, Num. 5, 2do. Semestre 1980. México, Centro de Investigación y Docencia Económica.
- Samuel Lichtensztejn. "América Latina en la Dinámica de la Crisis Financiera Internacional", en Revista Economía de América Latina Num. 10, 1er.

- Semestre de 1983. México, Centro de Investigación y Docencia Económica.
- Samuel Lichtensztein. "De las Políticas de Estabilización a las Políticas de Ajuste", en Revista Economía de América Latina, Num. 11, 1er. Semestre de 1984. México, Centro de Investigación y Docencia Económica.
- Samuel Lichtensztein. "Notas sobre el Capital Financiero en América Latina", en Revista Economía de América Latina, Num. 4, Marzo de 1980. México, Centro de Investigación y Docencia Económicas.
- Harry Magdoff. La Era del Imperialismo. Ed. Nuestro Tiempo. México, 1969.
- Susan McLaughlin "The impact of Interstate Banking and Branching Reform: Evidence from the States", en Current Issues in Economics and Finance, Federal Reserve Bank of New York, Vol. 1, number 2, mayo de 1995.
- Federico Manchón. Ley del Valor y Mercado Mundial. Editado por Universidad Autónoma Metropolitana-Xochimilco. México, 1994.
- Catherine Mansell. Las Nuevas Finanzas en México. Editorial Milenio, 1992. México.
- S. Marris. Deficits and the dollar: the world economic at risk. Institute of International Economics. Policy Analyses in International Economics 14, Washington, 1985.
- Suzanne Melburn y David Bramhall (ed). Marx, Schumpeter y Keynes: A centenary celebration of dissent. New York, M.E. Sharpe, 1986
- Z. Mikdashi. "Reglamentation, surveillance et filets de sécurité bancaires: Réflexions sur certains principes de gestion", en Z. Mikdashi. La mondialisation des marchés bancaires et financiers Ed. HEC y Economica.
- Z. Mikdashi. "Risques bancaires et leur maitrise", en banques, autorités publiques et maitrise des riques. Economica, Paris, 1990.
- H.P. Minsky. "La Banca Central y el Comportamiento de una Economía", en El Papel de la Banca Central en la Actualidad. Selección de Textos. León Bendesky. CEMLA, 1991.
- H. Minsky. Can "it" happend again?. Sharpe, Nueva York, 1982.
- H. Minsky. Stabilizing an Unstable Economy. Yale University Press. Nueva York, 1986.
- H.P. Minsky. Las Razones de Keynes. Fondo de Cultura Económica, México, 1987.
- Frederic S. Mishkin. An evaluation of the treasury plan for banking reform.
- Frederic S. Mishkin. The Economics of Money Banking and Financial Markets. Third Edition, New York, HarperCollins, 1992.(c)

- Frederic S. Mishkin y Franklin R. Edwards. "The Decline of Traditional Banking: Implications for Financial Stability and Regulatory Policy", en Federal Reserve bank of New York, Economic Policy Review, Vol.1, Number 2, Julio de 1995.
- The Guide to World Equity Markets 1991. Edited por Selina O'Connor y David Smith. Euromoney Publications, Londres, 1991.
- Pedro Paz. "Crisis Financiera Internacional, Neoliberalismo y Respuestas Nacionales", en Varios Autores. Banca y Crisis del Sistema. Ed. Pueblo Nuevo, México, 1983.
- Pedro Paz. "Es posible una Argentina Abierta y Moderna en el 2005?". Buenos Aires 1989. (mimeo).
- R. Pecchioli. L'internationalisation des Activites Bancaires. OCDE, Paris, 1983.
- R. Pecchioli. Le Controle Prudentiel des Banques. OCDE, Paris, 1987.
- André Perold, "The Payment System and Derivate Instruments", Working Paper, Division Research, Harvard Business School, Boston, 1995.
- Gerald W. Perritt. The Mutual Fund Encyclopedia. Dearborn Financial Publishing, 1995.
- F. Perroux L'Economie XXéme Siècle. Prensa Universitaria Francesa, París, 1964.
- Francois Perroux. Economía y Sociedad. Ed. Ariel, Barcelona, 1962.
- Francois Perroux. L'Europe sans Rivages. Ed. PUF, Paris, 1954.
- Karl-Otto Pöhl. "Política Monetaria y supervisión bancaria", en Cemla Boletín Vol. XXXVIII No. 2 Suplemento Marzo-Abril de 1991.
- Ramón Ramírez Gómez, La Moneda, el Crédito y la Banca a través de la Concepción Marxista y de las Teorías Subjetivas. Ed. UNAM, México, 1972.
- Wolfgang Röller. "Sistemas de Banca universal: manejo de riesgo y supervisión bancaria", en Cemla Boletín Vol. XXXVIII No. 2 Suplemento Marzo-Abril de 1991.
- S. Russell. "The U.S. Currency System: A historical perspective", en Federal Reserve Bank of St. Louis, septembre/october 1991.
- T. Shale. "Taiwan's Regulators set to slug it out", en Euromoney, Mayo de 1992.
- Joseph F. Sinkey, Edward W. Hiles, David A. Carter. "The Determinants of Hedging and Derivatives Activities by U.S. Commercial Banks", ponencia presentada en 1995 American Finance Association Meeting, Washington, 1995.
- Andrew Sheng. "Role of the Central Bank in Banking Crisis: An Overview", en Patrick Downes y Reza Vaez-Zadeh (Ed)...

- Itzhak Swary y Barry Topf. *La Desregulación Financiera Global*, Ed. FCE, México, 1993.
- Paul Sweezy y Mary Magdoff. "Inversión para qué?", en *Investigación Económica* No. 199, F.E., UNAM, 1992.
- Carlos Tello y Clemente Ruiz (Compiladores). *Crisis Financiera y Mecanismos de Contención*. Editado por Universidad Nacional Autónoma de México y Fondo Monetario Internacional. México, 1990.
- United States Treasury. *Modernizing the Financial System: Recommendations for Safer, More Competitive Banks*. Washington D.C.: United Nations Government Printing Office, Febrero de 1991. (Plan Brady)
- United Nations Centre on Transnational Corporations. *Transnational Banks and the External Indebtedness of Developing Countries. Impact of Regulatory Changes*. United Nations, New York, 1992.
- United Nations Centre of Transnational Corporations. *World Investment Report 1991. The Triad in foreign direct investment*. New York, 1991. United Nations.
- United Nations Centre of Transnational Corporations. *Transnational Banks and the External Indebtedness of Developing Countries. Impact of Regulatory Changes*. United Nations, New York, 1992.
- Raimo Väyrynen. *Military Industrialization and Economic Development: Theory and Historical Case Studies*. United Nations Institute for Disarmament Research. England, 1992.
- Gregorio Vidal, *Las fases de la crisis y los movimientos en la reestructuración del capital*, en *Estrategia, Desarrollo y Política Económica*, México, Departamento de Economía, Serie Investigación no. 1, UAM-Iztapalapa, 1989.
- Gregorio Vidal. "Crisis y Reestructuración del Capital", en *Revista Economía: Teoría y Práctica*, No. 10, Primavera-Verano de 1987, Universidad Autónoma Metropolitana, México.
- Gregorio Vidal. "América Latina y el Sistema Financiero Internacional en las Condiciones de la Crisis del Sistema de Regulación Monopólico-Estatal", en *Revista Economía: Teoría y Práctica*, Num. 6, otoño 1984. México, Universidad Autónoma Metropolitana.
- Gregorio Vidal. "La crisis y la Dinámica de los Mercados de Capital: el Crac de Octubre y el avance de la Centralización y Desvalorización del Capital", en *Revista Problemas del Desarrollo* Num.81. Abril-Junio de 1990. IIEC-UNAM, México.
- Gregorio Vidal. "El momento de la Crisis: Por el camino de la deflación y la constitución de espacios económicos regionales." en *Economía Teoría y Práctica*, Nueva Epoca No. 2. UAM, México, 1992.

Gregorio Vidal. "Las transformaciones de la economía mexicana y la economía norteamericana en el contexto del TLC", ponencia presentada en la Ciudad de México, 28 de Junio de 1995.

Paul Volcker y Toyoo Gyohten. Changing fortunes: the world's money and threat to American leadership. Times Books. New York, 1992.

I. Walter. Deregulating Wall Street: Commercial bank penetration of the corporate securities market. J. Wiley, New York, 1985.

Peter West. "El Regreso de América Latina al Mercado Crediticio Internacional", en Revista de la Cepal No. 44, Santiago de Chile, agosto de 1991.

White, Eugene. The regulation and reform of the american banking system, 1900-1929. Princeton University press, 1983.

Daniel Witschi y Stefan Holzer. "The Rise of New Markets-Some Characteristics", en Economic and Financial Prospect, Swiss Bank Corporation. Special 1994.

M. Wolfson. Financial Crisis. New York. M.E. Sharpe Inc. 1986.

Documentos

- Economic Report of The President. Washington, Estados Unidos. Varios años.
- Banco Internacional de Pagos. Informes Anuales.
- OCDE. Financial Market Trends. varios números
- OCDE. Main Economic Indicators.
- U.S. Department of Commerce. Survey of Current Business. varios números.
- Board of Governors of the Federal Reserve System. Federal Reserve Bulletin.
- Federal Reserve Bank of New York. Annual Report. varios años.
- Fondo Monetario Internacional. Estadísticas Financieras Internacionales. Varios Números.
- Fondo Monetario Internacional. Perspectivas de la Economía Internacional, varios números.
- UNCTAD. World Investment Report, 1994.
- UNCTAD. Informe sobre Comercio y Desarrollo, varios años.

A P E N D I C E

A

CUADROS ESTADISTICOS

Cuadro 1
 Producto Interno Bruto 1964-1994
 7 Mayores Economías
 (variación media anual)

| | 1964-1968 | 1969-1979 | 1980-1989 | 1990-1994 |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Estados Unidos | 4.56 | 2.80 | 2.79 | 2.31 |
| Japón | 9.81 | 5.19 | 4.16 | 1.75 |
| Alemania | 3.34 | 3.14 | 1.88 | 1.79 |
| Canadá | 5.41 | 4.69 | 3.25 | 1.41 |
| Gran Bretaña | 2.69 | 2.17 | 2.94 | 0.87 |
| Francia | 4.74 | 3.71 | 2.34 | 0.86 |
| Italia | 5.73 | 3.89 | 2.22 | 0.92 |

Fuente: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales Anuario 1994; y, octubre, 1995.

Cuadro 2
Distribución de la Producción de las 7 mayores economías (*)
(porcentajes)

| | 1964 | 1994 |
|----------------|--------|--------|
| Total | 100.00 | 100.00 |
| Estados Unidos | 61.92 | 41.02 |
| Japón | 7.88 | 27.95 |
| Alemania | 10.09 | 11.17 |
| Canadá | 4.64 | 3.34 |
| Gran Bretaña | 1.14 | 2.66 |
| Francia | 8.76 | 7.66 |
| Italia | 5.57 | 6.20 |

Fuente: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1994; y, octubre, 1995.

(*) Producto a precios corrientes. Tipo de cambio respecto al dólar.

Cuadro 3

Exportaciones Mundiales, de los Países Industriales y de las
Siete Mayores Economías, 1964-1993.

(variación promedio anual de crecimiento en dólares corrientes)

| | 1964-1968 | 1969-1979 | 1980-1989 | 1990-1994 |
|---------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Mundial | 8.71 | 19.91 | 4.88 | 5.38 |
| Países Industriales | | | | |
| Estados Unidos | 7.30 | 17.44 | 5.45 | 6.82 |
| Japón | 18.08 | 20.39 | 8.59 | 8.39 |
| Alemania | 11.28 | 19.53 | 6.54 | 1.03 |
| Canadá | 13.11 | 15.09 | 6.74 | 6.69 |
| Gran Bretaña | 4.66 | 17.22 | 3.67 | 2.57 |
| Francia | 9.06 | 21.01 | 4.96 | 2.16 |
| Italia | 14.33 | 19.94 | 6.74 | 2.72 |

Fuente: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras
Internacionales, Anuario 1994; y, octubre, 1995.

Cuadro 4
Exportaciones de las 7 Mayores Economías
(Participación porcentual en el total del grupo)

| Año | Estados Unidos | Japón | Alemania | Canadá | Gran Bretaña | Francia | Italia |
|------|----------------|-------|----------|--------|--------------|---------|--------|
| 1964 | 30.42 | 7.90 | 19.22 | 9.49 | 15.25 | 10.65 | 7.06 |
| 1965 | 28.84 | 9.13 | 19.35 | 9.13 | 14.92 | 10.86 | 7.78 |
| 1966 | 28.53 | 9.49 | 19.57 | 9.68 | 14.34 | 10.58 | 7.80 |
| 1967 | 28.46 | 9.61 | 20.02 | 10.10 | 13.34 | 10.47 | 8.01 |
| 1968 | 27.60 | 10.51 | 20.17 | 10.63 | 12.53 | 10.31 | 8.25 |
| 1969 | 26.51 | 11.36 | 20.49 | 10.15 | 12.53 | 10.63 | 8.33 |
| 1970 | 26.13 | 11.83 | 20.96 | 10.26 | 11.79 | 10.95 | 8.09 |
| 1971 | 23.82 | 13.13 | 21.25 | 10.05 | 12.09 | 11.40 | 8.26 |
| 1972 | 22.85 | 13.51 | 21.71 | 9.84 | 11.14 | 12.29 | 8.64 |
| 1973 | 24.39 | 12.75 | 23.27 | 9.10 | 10.21 | 12.63 | 7.65 |
| 1974 | 25.24 | 14.08 | 22.69 | 8.76 | 9.70 | 11.80 | 7.73 |
| 1975 | 25.89 | 13.28 | 21.45 | 8.10 | 10.33 | 12.63 | 8.32 |
| 1976 | 25.04 | 14.43 | 21.91 | 8.71 | 9.73 | 12.20 | 7.99 |
| 1977 | 23.14 | 15.23 | 22.18 | 8.18 | 10.49 | 12.26 | 8.51 |
| 1978 | 22.85 | 15.39 | 22.32 | 7.59 | 10.64 | 12.43 | 8.79 |
| 1979 | 23.95 | 13.15 | 22.08 | 7.49 | 11.10 | 12.94 | 9.28 |
| 1980 | 24.49 | 14.16 | 20.94 | 7.36 | 11.96 | 12.60 | 8.48 |
| 1981 | 25.81 | 16.38 | 19.04 | 7.86 | 11.06 | 11.51 | 8.33 |
| 1982 | 24.88 | 15.91 | 20.28 | 8.19 | 11.15 | 11.11 | 8.48 |
| 1983 | 23.96 | 17.12 | 19.74 | 8.94 | 10.68 | 11.06 | 8.49 |
| 1984 | 24.30 | 18.41 | 18.63 | 9.79 | 10.19 | 10.59 | 8.09 |
| 1985 | 23.02 | 18.64 | 19.35 | 9.57 | 10.65 | 10.70 | 8.07 |
| 1986 | 20.64 | 19.15 | 22.10 | 8.21 | 9.73 | 11.35 | 8.83 |
| 1987 | 19.94 | 18.15 | 23.10 | 7.70 | 10.30 | 11.64 | 9.16 |
| 1988 | 21.96 | 18.04 | 22.02 | 7.97 | 9.89 | 11.43 | 8.71 |
| 1989 | 23.13 | 17.41 | 21.69 | 7.74 | 9.68 | 11.40 | 8.93 |
| 1990 | 21.99 | 16.05 | 22.89 | 7.12 | 10.34 | 12.09 | 9.52 |
| 1991 | 22.94 | 17.13 | 21.92 | 6.92 | 10.06 | 11.81 | 9.22 |
| 1992 | 23.00 | 17.44 | 21.67 | 6.90 | 9.75 | 12.10 | 9.14 |
| 1993 | 26.98 | 21.03 | 22.07 | 8.40 | 10.46 | 12.13 | 10.45 |
| 1994 | 24.03 | 18.61 | 20.03 | 7.75 | 9.61 | 11.06 | 8.90 |

Fuente: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1994 y mayo de 1995.

Nota: La cifra de exportaciones de Italia para 1993 es una estimación.

Cuadro 5
Comercio Exterior como porcentaje del PIB
(porcentaje)

| Año | Alemania | Estados Unidos | Japón |
|------|----------|----------------|-------|
| 1964 | 29.45 | 7.10 | 17.81 |
| 1965 | 30.95 | 7.11 | 18.20 |
| 1966 | 31.40 | 7.43 | 18.20 |
| 1967 | 31.80 | 7.34 | 17.79 |
| 1968 | 33.89 | 7.82 | 17.64 |
| 1969 | 35.43 | 7.90 | 17.94 |
| 1970 | 34.78 | 8.42 | 18.75 |
| 1971 | 34.16 | 8.38 | 18.96 |
| 1972 | 33.75 | 8.96 | 17.36 |
| 1973 | 35.30 | 10.68 | 18.19 |
| 1974 | 41.70 | 14.42 | 25.54 |
| 1975 | 39.54 | 13.54 | 22.75 |
| 1976 | 42.73 | 13.94 | 23.51 |
| 1977 | 44.07 | 14.37 | 21.97 |
| 1978 | 41.18 | 14.87 | 18.23 |
| 1979 | 43.68 | 16.42 | 21.11 |
| 1980 | 46.99 | 17.82 | 25.56 |
| 1981 | 49.91 | 16.90 | 25.17 |
| 1982 | 50.64 | 14.96 | 24.79 |
| 1983 | 49.29 | 13.96 | 23.04 |
| 1984 | 52.69 | 15.10 | 24.17 |
| 1985 | 54.90 | 14.15 | 22.79 |
| 1986 | 48.83 | 14.28 | 16.99 |
| 1987 | 47.07 | 14.95 | 15.72 |
| 1988 | 48.06 | 15.96 | 15.60 |
| 1989 | 51.59 | 16.32 | 16.86 |
| 1990 | 50.24 | 16.49 | 17.74 |
| 1991 | 49.70 | 16.25 | 16.45 |
| 1992 | 46.83 | 16.59 | 15.64 |
| 1993 | 40.52 | 16.75 | 14.30 |
| 1994 | 43.10 | 17.84 | 14.60 |

Fuente: Fondo Monetario Internacional. Estadísticas Financieras Internacionales. Anuario, 1994; mayo y octubre de 1995.

Cuadro 6
Exportaciones como porcentaje del PIB

| | Alemania | Estados Unidos | Japón |
|------|----------|----------------|-------|
| 1964 | 15.4 | 4.0 | 8.1 |
| 1965 | 15.6 | 3.8 | 9.3 |
| 1966 | 16.5 | 3.8 | 9.2 |
| 1967 | 17.6 | 3.8 | 8.4 |
| 1968 | 18.7 | 3.8 | 8.8 |
| 1969 | 19.0 | 3.9 | 9.2 |
| 1970 | 18.6 | 4.2 | 9.5 |
| 1971 | 18.1 | 4.0 | 10.4 |
| 1972 | 18.1 | 4.1 | 9.5 |
| 1973 | 19.4 | 5.2 | 8.9 |
| 1974 | 23.4 | 6.8 | 12.1 |
| 1975 | 21.6 | 6.9 | 11.2 |
| 1976 | 22.9 | 6.4 | 12.0 |
| 1977 | 22.9 | 6.2 | 11.7 |
| 1978 | 22.2 | 6.5 | 10.0 |
| 1979 | 22.6 | 7.5 | 10.2 |
| 1980 | 23.8 | 8.3 | 12.2 |
| 1981 | 25.9 | 7.9 | 13.0 |
| 1982 | 26.9 | 6.9 | 12.7 |
| 1983 | 25.9 | 6.0 | 12.4 |
| 1984 | 27.9 | 5.9 | 13.4 |
| 1985 | 29.5 | 5.4 | 13.1 |
| 1986 | 27.3 | 5.3 | 10.5 |
| 1987 | 26.5 | 5.6 | 9.6 |
| 1988 | 27.1 | 6.6 | 9.1 |
| 1989 | 28.8 | 6.9 | 9.5 |
| 1990 | 27.3 | 7.1 | 9.8 |
| 1991 | 25.3 | 7.4 | 9.4 |
| 1992 | 24.0 | 7.4 | 9.3 |
| 1993 | 21.3 | 7.3 | 8.6 |
| 1994 | 23.2 | 7.6 | 8.6 |

Fuente: Fondo Monetario Internacional. Estadísticas Financieras Internacionales. Anuario, 1994; y, octubre de 1995.

CUADRO 7
Exportaciones Mundiales
(variación porcentual)

| | Volumen | Valor Unitario |
|-------------------------|---------|----------------|
| 1980-1986 (promedio) | 3.1 | -2.1 |
| 1986 | 7.1 | 3.5 |
| 1987 | 5.9 | 11.3 |
| 1988 | 7.9 | 6.1 |
| 1989 | 6.6 | 0.9 |
| 1990 | 5.5 | 8.6 |
| 1991 | 2.0 | -3.4 |
| 1992 | 5.4 | 0.7 |
| 1993 | 3.1 | -3.5 |
| 1994* | 8.9 | 3.0 |

Fuente: UNCTAD. Trade and Development Report. 1993, 1994 y 1995; y, FMI, Estadísticas Financieras Internacionales, octubre de 1995.

* La cifra del volumen es la proporcionada por UNCTAD (1995) y la del valor unitario es la del FMI (1995).

CUADRO 8
Desempleo en el Grupo de los 7 Mayores Industrializados

| Tasa de Desempleo | 1976-198 Promedio | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|-----------------------------|----------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Estados Unidos | 7.5 | 7 | 6.2 | 5.5 | 5.3 | 5.5 | 6.7 | 7.4 | 6.8 | 6.1 |
| Japón | 2.3 | 2.8 | 2.8 | 2.5 | 2.3 | 2.1 | 2.1 | 2.2 | 2.5 | 2.9 |
| Alemania | 5.2 | 7.6 | 7.6 | 7.6 | 6.8 | 6.2 | 6.7 | 7.7 | 8.9 | 9.6 |
| Francia | 7 | 10.4 | 10.5 | 10 | 9.4 | 8.8 | 9.4 | 10.1 | 11.7 | 12.6 |
| Italia | 8.6 | 11.1 | 12 | 12 | 12 | 11 | 10.9 | 11.5 | 10.4 | 11.3 |
| Reino Unido | 7.1 | 11.1 | 10 | 8 | 6.3 | 5.8 | 8.1 | 9.8 | 10.3 | 9.3 |
| Canadá | 9 | 9.5 | 8.8 | 7.8 | 7.5 | 8.1 | 10.3 | 11.3 | 11.2 | 10.4 |
| Todos los Países Industrial | 6.5 | 7.8 | 7.4 | 6.9 | 6.3 | 6.2 | 7 | 7.8 | 8.2 | 8.1 |
| Los 7 Mayores | 6.3 | 7.3 | 6.9 | 6.3 | 5.8 | 5.7 | 6.6 | 7.3 | 7.3 | 7.2 |
| Unión Europea | 7.6 | 11 | 10.8 | 10.2 | 9.3 | 8.6 | 9.1 | 10.1 | 11.2 | 11.6 |

Fuente: Fondo Monetario Internacional. Perspectivas de la Economía Mundial. Mayo 1994 y Mayo de 1995.

Cuadro 9

Remuneración por hora, productividad y costo unitario del salario en el sector manufacturero.

(variación porcentual anual)

| | 1976-1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|----------------------------|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Remuneración por hora | | | | | | | | | | |
| Estados Unidos | 7.6 | 4.1 | 2.2 | 4.0 | 3.9 | 5.2 | 5.5 | 4.2 | 3.3 | 2.9 |
| Japón | 5.5 | 2.4 | 1.0 | 3.2 | 6.7 | 6.5 | 5.9 | 4.6 | 2.6 | 2.7 |
| Alemania Occidental | 6.0 | 5.0 | 5.2 | 3.9 | 4.2 | 5.8 | 7.3 | 7.1 | 6.1 | 1.6 |
| Grupo de los 7 | 8.7 | 4.1 | 3.4 | 4.4 | 5.4 | 6.1 | 6.2 | 4.9 | 3.7 | 2.8 |
| Productividad | | | | | | | | | | |
| Estados Unidos | 1.9 | 2.6 | 6.5 | 2.4 | 0.6 | 1.7 | 2.4 | 2.0 | 3.2 | 4.9 |
| Japón | 4.2 | 0.0 | 4.1 | 7.4 | 4.5 | 2.8 | 1.5 | -3.7 | -1.6 | 3.4 |
| Alemania Occidental | 3.6 | 1.0 | 1.9 | 4.2 | 3.3 | 3.5 | 2.9 | 1.4 | 2.4 | 8.2 |
| Grupo de los 7 | 3.0 | 1.8 | 5.2 | 4.2 | 2.4 | 2.2 | 1.8 | 2.0 | 2.5 | 4.7 |
| Costo Unitario del Trabajo | | | | | | | | | | |
| Estados Unidos | 5.5 | 1.4 | -3.9 | 1.6 | 3.3 | 3.5 | 3.3 | 2.1 | 0.1 | -2.0 |
| Japón | 1.2 | 2.4 | -3.0 | -3.9 | 2.0 | 3.5 | 4.3 | 8.6 | 4.3 | -0.7 |
| Alemania Occidental | 2.3 | 4.0 | 3.3 | -0.2 | 0.9 | 2.1 | 4.3 | 5.6 | 3.6 | -6.1 |
| Grupo de los 7 | 5.6 | 2.3 | -1.7 | 0.3 | 3.0 | 3.9 | 4.1 | 3.2 | 1.1 | -1.8 |

Fuente: Fondo Monetario Internacional, Perspectivas de la Economía Mundial, mayo de 1994, p. 137 y Mayo de 1995, pág. 134.

CUADRO 10

Tasa de Creación de Empleo en el Grupo de los 7 Mayores Industrializados

| Aumento del Empleo | 1976-1985 Promedio | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|-----------------------------|-----------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Estados Unidos | 2.2 | 2.3 | 2.6 | 2.3 | 2.0 | 0.5 | -0.9 | 0.6 | 1.5 | 3.1 |
| Japón | 1.1 | 0.8 | 1.0 | 1.7 | 1.9 | 2.0 | 1.9 | 1.1 | 0.2 | 0.1 |
| Alemania | 0.2 | 1.4 | 0.7 | 0.8 | 1.5 | 3.0 | -2.3 | -1.7 | -1.9 | -0.9 |
| Francia | | 0.1 | 0.3 | 0.8 | 1.4 | 1.1 | 0.1 | -0.5 | -1.4 | 0.7 |
| Italia | 0.5 | 0.8 | -0.1 | 0.7 | 0.1 | 1.4 | 1.4 | -0.6 | -2.5 | -1.7 |
| Reino Unido | -0.2 | 0.3 | 2.3 | 3.3 | 2.7 | 0.3 | -3.2 | -2.7 | -1.2 | 0.5 |
| Canadá | 1.9 | 2.8 | 2.9 | 3.2 | 2.0 | 0.7 | -1.8 | -0.8 | 1.2 | 2.1 |
| Todos los Países Industrial | 1.0 | 1.5 | 1.7 | 1.9 | 1.9 | 1.3 | -0.4 | -0.3 | -0.3 | 1.1 |
| Los 7 Mayores | 1.2 | 1.4 | 1.7 | 1.9 | 1.8 | 1.2 | -0.5 | -0.1 | 0.1 | 1.2 |
| Unión Europea | | 0.9 | 1.2 | 1.6 | 1.7 | 1.7 | -0.8 | -1.4 | -1.8 | -0.2 |

Fuente: Fondo Monetario Internacional. Perspectivas de la Economía Mundial. Mayo 1994 y Mayo de 1995.

Cuadro 11

Variación Anual del Deflactor Implícito del PIB

| | Estados Unidos | Alemania | Japon | Gran Bretaña | Francia | Canada | Italia | | | | | | | |
|------|----------------|----------|-------|--------------|---------|--------|--------|------|-------|------|-------|------|-------|------|
| 1964 | 24.4 | | 35.9 | | 29.0 | | 11.1 | | 16.4 | | 21.7 | | 7.0 | |
| 1965 | 25.1 | 2.9 | 37.3 | 3.9 | 30.6 | 5.5 | 11.7 | 5.4 | 16.9 | 3.0 | 22.4 | 3.2 | 7.3 | 4.3 |
| 1966 | 25.9 | 3.2 | 38.5 | 3.2 | 32.2 | 5.2 | 12.2 | 4.3 | 17.4 | 3.0 | 23.5 | 4.9 | 7.4 | 1.4 |
| 1967 | 26.7 | 3.1 | 39.1 | 1.6 | 34.0 | 5.6 | 12.5 | 2.5 | 17.9 | 2.9 | 24.5 | 4.3 | 7.6 | 2.7 |
| 1968 | 28.0 | 4.9 | 40.0 | 2.3 | 35.8 | 5.3 | 13.1 | 4.8 | 18.7 | 4.5 | 25.4 | 3.7 | 7.8 | 2.6 |
| 1969 | 29.5 | 5.4 | 41.7 | 4.3 | 37.5 | 4.7 | 13.8 | 5.3 | 19.9 | 6.4 | 26.5 | 4.3 | 8.1 | 3.8 |
| 1970 | 31.0 | 5.1 | 44.9 | 7.7 | 40.2 | 7.2 | 14.8 | 7.2 | 21.3 | 7.0 | 27.7 | 4.5 | 9.2 | 13.6 |
| 1971 | 32.7 | 5.5 | 48.3 | 7.6 | 42.4 | 5.5 | 16.2 | 9.5 | 22.7 | 6.6 | 28.6 | 3.2 | 10.0 | 8.7 |
| 1972 | 34.4 | 5.2 | 50.9 | 5.4 | 44.8 | 5.7 | 17.5 | 8.0 | 24.3 | 7.0 | 30.2 | 5.6 | 10.5 | 5.0 |
| 1973 | 36.5 | 6.1 | 54.1 | 6.3 | 50.7 | 13.2 | 18.7 | 6.9 | 26.3 | 8.2 | 32.9 | 8.9 | 11.9 | 13.3 |
| 1974 | 39.6 | 8.5 | 57.9 | 7.0 | 60.9 | 20.1 | 21.5 | 15.0 | 29.4 | 11.8 | 37.6 | 14.3 | 14.2 | 19.3 |
| 1975 | 43.4 | 9.6 | 61.3 | 5.9 | 65.4 | 7.4 | 27.4 | 27.4 | 33.2 | 12.9 | 41.4 | 10.1 | 16.6 | 16.9 |
| 1976 | 46.2 | 6.5 | 63.5 | 3.6 | 70.5 | 7.8 | 31.5 | 15.0 | 36.9 | 11.1 | 44.9 | 8.5 | 19.7 | 18.7 |
| 1977 | 49.3 | 6.7 | 65.8 | 3.6 | 75.0 | 6.4 | 35.9 | 14.0 | 40.4 | 9.5 | 47.8 | 6.5 | 23.3 | 18.3 |
| 1978 | 53.2 | 7.9 | 68.6 | 4.3 | 78.8 | 5.1 | 40.0 | 11.4 | 44.5 | 10.1 | 50.6 | 5.9 | 26.6 | 14.2 |
| 1979 | 57.9 | 8.8 | 71.3 | 3.9 | 80.9 | 2.7 | 45.8 | 14.5 | 48.9 | 9.9 | 55.7 | 10.1 | 30.6 | 15.0 |
| 1980 | 63.3 | 9.3 | 74.8 | 4.9 | 84.6 | 4.6 | 54.7 | 19.4 | 54.5 | 11.5 | 61.6 | 10.6 | 36.8 | 20.3 |
| 1981 | 69.7 | 10.1 | 77.9 | 4.1 | 87.8 | 3.8 | 61.0 | 11.5 | 60.7 | 11.4 | 68.3 | 10.9 | 43.8 | 19.0 |
| 1982 | 74.0 | 6.2 | 81.4 | 4.5 | 89.2 | 1.6 | 65.6 | 7.5 | 67.8 | 11.7 | 74.2 | 8.6 | 51.3 | 17.1 |
| 1983 | 77.0 | 4.1 | 84.2 | 3.4 | 90.5 | 1.5 | 69.1 | 5.3 | 74.4 | 9.7 | 77.9 | 5.0 | 59.1 | 15.2 |
| 1984 | 80.4 | 4.4 | 85.9 | 2.0 | 92.6 | 2.3 | 72.2 | 4.5 | 80.0 | 7.5 | 80.4 | 3.2 | 65.9 | 11.5 |
| 1985 | 83.4 | 3.7 | 87.8 | 2.2 | 94.0 | 1.5 | 76.3 | 5.7 | 84.6 | 5.7 | 82.4 | 2.5 | 71.7 | 8.8 |
| 1986 | 85.6 | 2.6 | 90.7 | 3.3 | 95.7 | 1.8 | 78.8 | 3.3 | 89.0 | 5.2 | 84.4 | 2.4 | 77.4 | 7.9 |
| 1987 | 88.3 | 3.2 | 92.5 | 2.0 | 95.7 | 0.0 | 82.8 | 5.1 | 91.6 | 2.9 | 88.3 | 4.6 | 82.0 | 5.9 |
| 1988 | 91.7 | 3.9 | 93.9 | 1.5 | 96.0 | 0.3 | 87.8 | 6.0 | 94.2 | 2.8 | 92.5 | 4.8 | 87.5 | 6.7 |
| 1989 | 95.9 | 4.6 | 96.3 | 2.6 | 97.8 | 1.9 | 94.0 | 7.1 | 97.1 | 3.1 | 97.0 | 4.9 | 92.9 | 6.2 |
| 1990 | 100.0 | 4.3 | 100.0 | 3.8 | 100.0 | 2.2 | 100.0 | 6.4 | 100.0 | 3.0 | 100.0 | 3.1 | 100.0 | 7.6 |
| 1991 | 104.8 | 4.8 | 104.6 | 4.6 | 102.0 | 2.0 | 106.5 | 6.5 | 103.2 | 3.2 | 103.1 | 3.1 | 107.4 | 7.4 |
| 1992 | 107.0 | 2.1 | 109.5 | 4.7 | 103.6 | 1.6 | 111.1 | 4.3 | 105.5 | 2.2 | 104.5 | 1.4 | 112.4 | 4.7 |
| 1993 | 109.7 | 2.5 | 112.7 | 2.9 | 104.6 | 1.0 | 114.7 | 3.2 | 107.9 | 2.3 | 104.4 | -0.1 | | |
| 1994 | 112.0 | 2.1 | 115.0 | 2.0 | 105.1 | 0.5 | 117.1 | 2.1 | 109.5 | 1.5 | 105.0 | 0.6 | | |

Fuente: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales. Anuario, julio 1994 y 1995.

Cuadro 12

Variación Promedio Anual del Deflactor Implícito de PIB.

| | 1964-1968 | 1970-1981 | 1982-1994 |
|----------------|-----------|-----------|-----------|
| Estados Unidos | 3.50 | 7.64 | 3.51 |
| Alemania | 2.74 | 5.13 | 2.92 |
| Japón | 5.40 | 7.36 | 1.38 |
| Gran Bretaña | 4.23 | 13.74 | 4.95 |
| Francia | 3.33 | 9.98 | 4.08 |
| Canadá | 4.01 | 8.55 | 2.94 |
| Italia* | 2.74 | 15.24 | 8.16 |

Fuente: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales Anuario 1994 y 1995.

* El periodo abarca de 1982-1992. No se reportan datos para 1993 y 1994.

Cuadro 14
Inversión Extranjera Directa Mundial, Exportaciones Mundiales y Producto Interno Bruto Mundial, 1960-1992.

| | Tasa de Crecimiento Media Anual | | | | |
|-------------------------|---------------------------------|-----------|-----------|-----------|------------|
| | 1960-1975 | 1975-1980 | 1980-1985 | 1985-1990 | 1990-1993* |
| IED Acumulada Total | 9.88 | 12.96 | 5.88 | 19.58 | 8.24 |
| Exportaciones Mundiales | 16.17 | 18.36 | -0.83 | 12.89 | 3.55 |
| PIB Mundial (1) | 6.1 (a) | 5.3 (b) | 4.8 (c) | 4.6 (d) | 3.00 (e) |

Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1994, p. S111 y S151; Naciones Unidas, UNCTAD, World Investment Report 1994, p. 419.

* La cifra de la IED es la correspondiente al periodo 1990-1992.

(1) Para cada periodo se considera la variación anual del año en el que alcanza mayor crecimiento, por ello para:

- (a) Se refiere a 1964.
- (b) Se refiere a 1976.
- (c) Se refiere a 1984.
- (d) Se refiere a 1988.
- (e) Se refiere a 1993 (FMI).

Cuadro 15
Flujos de inversión extranjera directa, 1981-1993.
(miles de millones de dólares)

| País | 1981-1985 | 1986-1990 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993a |
|----------------------|----------------|-----------|------|------|------|------|------|-------|
| | Promedio anual | | | | | | | |
| Todos los países | | | | | | | | |
| Entrada | 50 | 155 | 159 | 196 | 208 | 162 | 158 | 194 |
| Salida | 48 | 168 | 168 | 222 | 232 | 192 | 171 | 195 |
| Países Desarrollados | | | | | | | | |
| Entrada | 37 | 130 | 131 | 168 | 176 | 121 | 102 | 109 |
| Salida | 47 | 163 | 162 | 212 | 222 | 185 | 162 | 181 |
| Países en Desarrollo | | | | | | | | |
| Entrada | 13 | 25 | 28 | 27 | 21 | 39 | 51 | 80 |
| Salida | 1 | 6 | 6 | 10 | 10 | 7 | 9 | 14 |

Fuente: UNCTAD, World Investment Report 1994, Transnational Corporations, Employment and the Workplace, p. 12.
a/ Basado en estimaciones preliminares.

Nota: Los niveles de entradas y salidas de la inversión extranjera directa mundial deberían de coincidir; sin embargo, en la práctica no es así. Las causas de la discrepancia incluyen diferencias entre países en la definición y la valuación de la IED; el tratamiento de las ganancias no remitidas por las sucursales en las entradas y las salidas de la inversión directa; el tratamiento de las ganancias del capital no realizado y las pérdidas; el registro de las transacciones de las empresas de ultramar; el registro de las ganancias reinvertidas en las entradas y salidas de la inversión directa; el tratamiento de la inversión en construcción y bienes raíces; y la participación accionaria en las entradas y salidas de la inversión directa.

Cuadro 16
Monto de los flujos de entrada a Estados Unidos de
Inversión Extranjera Directa (IED).
(millones de dólares)

| Año | Total |
|----------------------|--------|
| 1981-1985 (promedio) | 19,063 |
| 1986 | 34,091 |
| 1987 | 59,581 |
| 1988 | 58,571 |
| 1989 | 69,010 |
| 1990 | 48,422 |
| 1991 | 25,446 |
| 1992 | 3,388 |

Fuente: UNCTAD, World Investment Report, Transnational Corporations, Employment and the Workplace, 1994, p. 51.

Cuadro 17

Flujos de inversión extranjera directa de los cinco mayores países, por origen, 1981-1993.
(miles de millones de dólares)

| País | 1981-1985a/ | 1986-1990a/ | 1990 | 1991 | 1992 | 1993b/ |
|-------------------|-------------|-------------|------|------|------|--------|
| Total e/ | 32 | 115 | 155 | 126 | 113 | 126 |
| Francia c/ | 3 | 17 | 35 | 24 | 31 | 21 |
| Alemania | 4 | 16 | 29 | 22 | 16 | 17 |
| Japón c/ | 5 | 32 | 48 | 31 | 17 | 12 |
| Reino Unido | 9 | 28 | 19 | 16 | 16 | 26 |
| Estados Unidos d/ | 11 | 22 | 24 | 33 | 33 | 50 |

Fuente: UNCTAD, World Investment Report 1994, Transnational Corporations, Employment and the Workplace, p. 17.

a/ Tasas estimadas de crecimiento compuesto, basadas en una ecuación de regresión semi-logarítmica.

b/ Basado en estimaciones preliminares.

c/ No incluye la reinversión de las ganancias. En el caso de Francia, la reinversión de las ganancias no es reportada después de 1982.

d/ Excluyendo los flujos de salida financieros (excepto banca), de las industrias de seguros y bienes raíces de las Antillas Holandesas. También se excluyen los ajustes por cambio de moneda.

e/ El total puede no coincidir con la suma debido al redondeo.

Cuadro 18

Inversión extranjera directa acumulada por región y economía de destino, 1980-1992.
(miles de millones de dólares)

| | 1980 | 1985 | 1990 | 1992 |
|----------------------|---------|---------|---------|----------|
| Todos los países | 502.7 | 745.8 | 1,704.6 | 1,948.1 |
| Países desarrollados | 394.1 | 555.5 | 1,374.0 | 1,520.1 |
| Bélgica y Luxemburg | 73.1 | 88.4 | 36.6 a/ | 57.1 a/ |
| Dinamarca | 41.9 | 36.1 | 9.2 | 11.8 b/ |
| Francia | 22.6 | 33.4 | 86.5 | 119.2 a/ |
| Alemania | 36.6 | 36.9 | 119.6 | 129.6 |
| Italia | 8.9 | 19.0 | 58.0 | 62.7 c/ |
| Holanda | 19.2 | 25.1 | 73.2 | 83.7 c/ |
| España | 5.1 | 8.9 | 66.3 | 97.9 c/ |
| Reino Unido | 63.1 | 62.6 | 203.9 | 173.3 |
| Noruega | 3.1 c/ | 4.0 c/ | 8.0 c/ | 8.5 c/ |
| Suecia | 3.3 | 4.8 | 11.8 | 14.2 |
| Suiza | 8.5 | 10.1 | 30.9 | 32.6 |
| Canadá | 51.7 | 62.4 | 109.1 | 121.7 d/ |
| Estados Unidos | 83.0 | 184.6 | 394.9 | 419.5 |
| Australia | 13.2 | 25.0 | 71.5 | 79.7 c/ |
| Japón | 31.4 d/ | 33.1 d/ | 34.6 d/ | 38.7 d/ |

Fuente: UNCTAD, World Investment Report 1994, Transnational Corporations, Employment and the Workplace, p. 415.

a/ Estimado por la adición de flujos al acumulado de 1989.

b/ Estimado por la adición de flujos al acumulado de 1990.

c/ Estimado por la adición de flujos al acumulado de 1991.

d/ Estimado por la acumulación de flujos desde 1970.

Cuadro 19

Los diez países en desarrollo con el mayor flujo de inversión extranjera directa por destino, 1981-1992.
(miles de millones de dólares)

| | 1981 | 1985 | 1990 | 1991 | 1992 | Total 1981-1992 |
|--|------|------|------|------|------|--------------------|
| Total | 12.2 | 9.2 | 23.0 | 27.8 | 39.0 | 202.9 |
| China | | 1.7 | 3.5 | 4.4 | 11.1 | 33.8 |
| Singapur | 1.7 | 1.0 | 5.3 | 4.4 | 5.6 | 33.0 |
| México | 2.8 | 0.5 | 2.6 | 4.8 | 5.4 | 29.0 |
| Malasia | 1.3 | 0.7 | 2.3 | 4.0 | 4.5 | 18.8 |
| Brasil | 2.5 | 1.3 | 0.9 | | 1.5 | 17.8 |
| Hong Kong | 1.1 | | 1.7 | | 1.9 | 14.7 |
| Argentina | 0.8 | 0.9 | 1.8 | | 4.2 | 12.2 |
| Tailandia | | | 2.4 | 2.0 | 2.1 | 10.2 |
| Egipto | 0.8 | 1.2 | | | | |
| Taiwan Province of China | | 0.3 | 1.3 | 1.3 | | 6.5 |
| Como porcentaje del Total: | 1981 | 1985 | 1990 | 1991 | 1992 | 1981-1992 |
| China | | 19.1 | 15.1 | 15.7 | 28.5 | 16.6 |
| Singapur | 13.6 | 11.4 | 22.9 | 15.9 | 14.5 | 16.3 |
| México | 23.3 | 5.3 | 11.4 | 17.2 | 13.8 | 14.3 |
| Malasia | 10.4 | 7.6 | 10.1 | 14.4 | 11.5 | 9.3 |
| Brasil | 20.7 | 14.7 | 3.9 | | 3.7 | 8.7 |
| Hong Kong | 9.9 | | 7.4 | | 4.9 | 7.2 |
| Argentina | 6.8 | 10.0 | 8.0 | | 10.7 | 6.0 |
| Tailandia | | | 10.6 | 7.3 | 5.4 | 5.0 |
| Egipto | 6.2 | 12.9 | | | | |
| Taiwan Province of China | | 3.7 | 5.8 | 4.6 | | 3.2 |
| Porcentaje de participación 10 mayores en el total de flujos a los países en desarrollo | 81 | 68 | 74 | 71 | 76 | 72 |

Fuente: Elaborado con datos de UNCTAD, World Investment Report 1994. Transnational Corporations, Employment and the Workplace, p. 14.

Cuadro 20
 Valor de la IED acumulada por país o región de origen.
 (como porcentaje del total)

| | 1960 | 1975 | 1980 | 1985 | 1990 | 1992 |
|--------------------------|------|------|------|------|------|------|
| Total | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| Economías Desarrolladas. | 99 | 97.7 | 99.3 | 97.6 | 97.2 | 96.8 |
| Estados Unidos | 47.1 | 44 | 43.5 | 37.2 | 26.2 | 25.3 |
| Alemania | 1.2 | 6.5 | 9.5 | 10 | 9.2 | 9.2 |
| Japón | 0.7 | 5.7 | 3.3 | 6.2 | 12.3 | 13 |
| Reino Unido | 18.3 | 13.1 | 15.9 | 15 | 13.9 | 11.4 |
| Francia | 6.1 | 3.8 | 4.7 | 5.5 | 6.7 | 9.3 |

Fuente: Naciones Unidas, Centro sobre Empresas Transnacionales, Las Empresas Transnacionales en el Desarrollo Mundial: Tendencias y Perspectivas, 1989, p. 24; UNCTAD, World Investment Report 1994, Transnational Corporations, Employment and the Workplace, p. 419.

Cuadro 21
Flujos de inversion extranjera directa como porcentaje
de la formación de capital fijo 1981-1992.

| País | 1981-1985 | 1986-1990 | 1991 | 1992 |
|----------------------|-----------|-----------|------|------|
| Todos los países | 1.9 | 3.2 | 3.5 | 3.7 |
| Países desarrollados | 2.3 | 4.4 | 3.3 | 2.9 |
| Estados Unidos | 3.4 | 7.1 | 3.5 | 0.4 |
| Gran Bretaña | 5.6 | 13.6 | 9.0 | 13.1 |
| Canada | -0.6 | 3.7 | 5.7 | 7.2 |
| Alemania | 1.1 | 1.6 | 2.0 | 1.8 |
| Francia | 2.0 | 3.7 | 5.6 | 8.6 |
| Italia | 1.2 | 2.1 | 1.0 | 1.6 |
| Dinamarca | 0.9 | 2.7 | 6.5 | 4.9 |
| España | 5.5 | 9.0 | 8.3 | 6.3 |
| Holanda | 6.1 | 11.6 | 8.8 | 8.8 |
| Austria | 1.3 | 1.5 | 0.9 | 2.1 |
| Suiza | 2.4 | 5.3 | 5.4 | 1.8 |
| Suecia | 1.6 | 3.5 | 12.6 | 0.8 |
| Japón | 0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.2 |
| Australia | 5.1 | 10.2 | 7.9 | 8.8 |
| Otros | | | | |
| Finlandia | 0.7 | 1.8 | -0.9 | 2.0 |
| Noruega | 1.2 | 3.7 | -2.0 | 4.2 |

Fuente: UNCTAD World Investment Report 1994 p.421

Cuadro 22

Estimación del financiamiento en los mercados internacionales

(Cifras en miles de millones de dólares)

| Componentes del financiamiento internacional. | 1973 | 1974 | 1975 | 1976 | 1977 | 1978 | 1979 | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 |
|--|------|------|------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Préstamos bancarios externos | 87.7 | 72.2 | 78.8 | 105.6 | 109.3 | 215 | 217.6 | 241.1 | 264.8 | 180.5 | 105.7 |
| Préstamos locales en moneda extranjera | | | | | | | | | | | |
| Menos: Depósitos interbancarios | | | 38.8 | 35.6 | 34.3 | 125 | 92.6 | 81.1 | 99.8 | 85.5 | 20.7 |
| 1 Crédito bancario internacional neto | | | 40 | 70 | 75 | 90 | 125 | 160 | 165 | 95 | 85 |
| 2 Colocación neta de euronotas | | | | | | | | | | | |
| Total de emisión de bonos internacionales | 9.9 | 12.3 | 22.6 | 34.3 | 35 | 37.5 | 37.8 | 39.4 | 49 | 74.3 | 73.8 |
| Menos: Vencimientos y recompras | | | 3.3 | 4.3 | 5.5 | 8.5 | 9.3 | 11.4 | 12.5 | 15.8 | 15.8 |
| 3 Financiamiento neto en bonos internacionales | | | 18.5 | 30 | 29.5 | 29 | 28.5 | 28 | 36.5 | 58.5 | 58 |
| 4 = 1 + 2 + 3 Total del financiamiento internacional | | | 59.5 | 100 | 104.5 | 119 | 153.5 | 188 | 201.5 | 153.5 | 143 |
| Menos: Doble conteo | | | 2.5 | 3.5 | 4.5 | 6 | 7.5 | 8 | 6.5 | 8.5 | 13 |
| 5 Total neto de financiamiento internacional | | | 57 | 96.5 | 100 | 113 | 146 | 180 | 195 | 145 | 130 |

Fuente: Informe Anual del Banco de Pagos Internacionales

1973 y 1974 informe de 1977

de 1975 a 1977 informe de 1978

1978 y 1979 informe de 1981

1980 y 1981 informe de 1988

de 1982 a 1983 informe de 1988

Cuadro 23

Estimación del financiamiento en los mercados internacionales

(Cifras en miles de millones de dólares)

| Componentes del financiamiento internacional. | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Préstamos bancarios externos | 124.1 | 233.5 | 517.3 | 567.8 | 436.1 | 684.9 | 608.3 | -54.7 | 186.6 | 317.4 | 268.4 |
| Préstamos locales en moneda extranjera. | | | | | 74.8 | 122.2 | 106 | -48.7 | -39.9 | -0.9 | -5.1 |
| Menos: Depósitos interbancarios | 34.1 | 128.5 | 352.3 | 312.8 | 250.9 | 397.1 | 249.3 | -183.3 | 18.3 | 121.5 | 83.2 |
| 1 Crédito bancario internacional neto | 90 | 105 | 165 | 255 | 260 | 410 | 465 | 80 | 165 | 195 | 180 |
| 2 Colocación neta de euronotas | | | | | 19.9 | 8 | 33 | 34.9 | 40.4 | 72.1 | 140.2 |
| Total de emisión de bonos internacionales | 108.4 | 164.5 | 221.5 | 175.6 | 221.6 | 264.7 | 239.8 | 319.7 | 332.6 | 437.1 | 381.8 |
| Menos: Vencimientos y recompras. | 25.4 | 39.5 | 65.5 | 71.6 | 82.5 | 89.6 | 107.7 | 149.3 | 223.5 | 306.8 | 227.9 |
| 3 Financiamiento neto en bonos internacionales | 83 | 125 | 156 | 104 | 139.1 | 175 | 132.1 | 170.5 | 109 | 130.3 | 153.9 |
| 4 = 1 + 2 + 3 Total del financiamiento internacional. | 173 | 230 | 321 | 359 | 419 | 593.1 | 630.1 | 285.4 | 314.4 | 397.5 | 474.1 |
| Menos: Doble conteo | 28 | 55 | 76 | 44 | 69 | 78.1 | 80.1 | 40.4 | 69.4 | 127.5 | 69.1 |
| 5 Total neto de financiamiento internacional | 145 | 175 | 245 | 315 | 350 | 515 | 550 | 245 | 245 | 270 | 405 |

Fuente: Informe Anual del Banco de Pagos Internacionales.
de 1984 a 1987 informe de 1988
de 1988 a 1991 informe de 1994.
de 1992 a 1994 informe de 1995.

Cuadro 26

Crecimiento de los Activos Externos y del Crédito Doméstico:
 Japón, Alemania y Estados Unidos.
 (Tasa de Crecimiento Media Anual)

| | Media anual 69-81 | Media anual 82-94 |
|----------------------------|----------------------|----------------------|
| Japón | | |
| Activos externos | 19.08 | 14.43 |
| Crédito al Sector Público. | 26.77 | 4.26 |
| Crédito al Sector Privado. | 13.53 | 7.23 |
| Alemania | | |
| Activos externos | 13.10 | 11.93 |
| Crédito al Sector Público. | 15.48 | 7.06 |
| Crédito al Sector Privado. | 10.11 | 7.98 |
| Estados Unidos. | | |
| Activos externos | 31.59 | 0.58 |
| Crédito al Sector Público. | 7.98 | 3.10 |
| Crédito al Sector Privado. | 11.04 | 7.48 |

Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales Anuario 1994; y octubre de 1995.

Cuadro 27**Crédito de la Banca Comercial y Activos Externos:
Japón, Alemania y Estados Unidos.**

(Distribución Porcentual)

| | 1969 | 1981 | 1994 |
|----------------------------|---------|---------|---------|
| Japón | | | |
| Activos externos | 3.53% | 4.65% | 10.22% |
| Crédito al Sector Público. | 5.68% | 14.93% | 9.99% |
| Crédito al Sector Privado | 90.79% | 80.41% | 79.79% |
| Total. | 100.00% | 100.00% | 100.00% |
| Alemania | | | |
| Activos externos | 9.56% | 10.60% | 15.14% |
| Crédito al Sector Público. | 14.71% | 20.51% | 18.68% |
| Crédito al Sector Privado | 75.73% | 68.89% | 66.18% |
| Total | 100.00% | 100.00% | 100.00% |
| Estados Unidos | | | |
| Activos externos | 2.22% | 12.72% | 6.11% |
| Crédito al Sector Público. | 26.62% | 17.32% | 10.94% |
| Crédito al Sector Privado | 71.16% | 69.95% | 82.85% |
| Total | 100.00% | 100.00% | 100.00% |

Fuente: FMI. Estadísticas Financieras Internacionales Anuario 1994 y octubre de 1995.

Cuadro 28

Cambios en los activos totales internacionales por nacionalidad de los bancos que reportan.*
(miles de millones dólares)

| País de origen de los bancos que reportan | Cambios en dólares corrientes | | | | | |
|---|-------------------------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
| Todos los países | 520.8 | 845.1 | -104.7 | -77.1 | 317.4 | 268.4 |
| Estados Unidos | 60.6 | -15.4 | -2.3 | 7.5 | -17.1 | -17 |
| Japón | 201.8 | 152.9 | -190 | -256.3 | -6.6 | 22.3 |
| Alemania | 81.8 | 163.9 | 29.6 | 44.6 | 95.1 | -12.8 |
| Francia | 44.7 | 122.3 | -10.5 | 89.4 | 70.3 | -24.1 |
| Gran Bretaña | 8.1 | 25.2 | -12.4 | 16.1 | 49.3 | 97.3 |

Fuente: Bank for International Settlements, Annual Report, varios años.

* Las cifras correspondientes a los años de 1993 y 1994 fueron tomadas del reporte de 1995, pág. 170.

Cuadro 29
Mercado organizado de derivados financieros.
(miles de millones de dólares)

| | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Futuros sobre tasas de interés | 1199.0 | 1410.2 | 2158.2 | 3048.1 | 4960.4 | 5757.4 |
| Sobre instrumentos de corto plazo | 1002.5 | 1226.5 | 1907.5 | 2802.3 | 4627.0 | 5401.8 |
| Sobre instrumentos de largo plazo | 196.5 | 183.7 | 250.7 | 245.9 | 333.4 | 355.6 |
| Opciones sobre tasas de interés | 388.3 | 569.4 | 1072.4 | 1385.4 | 2362.4 | 2622.8 |
| Futuros y opciones en divisas | 60.0 | 53.1 | 77.2 | 104.5 | 110.9 | 84.5 |
| Futuros sobre índice bursátil | | | | | 119.2 | 127.7 |
| Opciones sobre índice bursátil | | | | | 286.4 | 242.4 |
| Total | | 2047.1 | 3307.8 | 4538.0 | 7839.3 | 8837.8 |
| del cual en: Estados Unidos | | 1166.2 | 2004.3 | 2538.2 | 4328.9 | 4754.9 |
| en Japón | | 374.0 | 390.5 | 537.6 | 1193.6 | 1498.2 |
| en Europa | | 309.0 | 680.2 | 1055.4 | 1819.9 | 1832.0 |

Fuente: Bank for International Settlements, Annual Report, varios años.

Cuadro 30

Mercado de instrumentos derivados intercambiados de manera privada. Cifras en miles de millones de Dólares.

| | Principal Subyacente. | | | | | |
|-----------------------------------|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 |
| Total | .. | .. | 3450.3 | 4449.4 | 5345.7 | 8474.6 |
| Swaps en tasas de Interés | 1010.2 | 1502.6 | 2311.5 | 3065.1 | 3850.8 | 6177.3 |
| Swaps en tipo de cambio | 319.6 | 449.1 | 577.5 | 807.2 | 860.4 | 899.6 |
| Otros Swaps relativos a Derivados | .. | .. | 561.3 | 577.2 | 634.5 | 1397.6 |

Fuente: Bank for International Settlements. 64th Annual Report, pág. 115 y 65th Annual Report, pág. 186

Cuadro 31
Activos Bancarios Externos del Grupo de los 7
(miles de millones de dólares)

| Año | Estados Unidos | | Japón | Italia | Gran Bretaña | | Francia | Total G-7 |
|------|----------------|----------|----------|--------|--------------|-------|---------|-----------|
| | Estados Unidos | Alemania | | | Canadá | | | |
| 1978 | 130.05 | 73.21 | 33.69 | 25.58 | 217.69 | 21.66 | 108.88 | 610.76 |
| 1979 | 156.57 | 82.56 | 45.44 | 33.10 | 285.49 | 25.41 | 137.59 | 766.16 |
| 1980 | 203.98 | 85.17 | 65.67 | 34.49 | 356.32 | 35.19 | 160.21 | 941.03 |
| 1981 | 292.85 | 84.54 | 84.61 | 38.92 | 432.71 | 38.16 | 158.09 | 1,129.88 |
| 1982 | 401.53 | 81.73 | 90.95 | 36.16 | 462.82 | 38.15 | 162.96 | 1,274.30 |
| 1983 | 433.13 | 74.76 | 109.06 | 35.80 | 485.21 | 40.97 | 156.32 | 1,335.25 |
| 1984 | 443.37 | 75.23 | 126.92 | 39.88 | 489.71 | 41.21 | 158.64 | 1,374.96 |
| 1985 | 446.78 | 112.93 | 194.62 | 50.11 | 590.07 | 44.17 | 184.38 | 1,623.06 |
| 1986 | 506.70 | 178.48 | 345.33 | 60.08 | 715.54 | 50.74 | 217.99 | 2,074.86 |
| 1987 | 549.56 | 232.61 | 576.83 | 68.81 | 875.31 | 50.73 | 290.10 | 2,643.95 |
| 1988 | 608.04 | 230.05 | 733.69 | 66.86 | 883.08 | 46.80 | 299.72 | 2,868.24 |
| 1989 | 661.72 | 295.29 | 824.06 | 87.54 | 922.92 | 48.82 | 358.90 | 3,199.25 |
| 1990 | 652.15 | 394.78 | 950.58 | 101.89 | 1,068.96 | 52.07 | 458.72 | 3,679.15 |
| 1991 | 656.28 | 402.03 | 942.43 | 105.80 | 982.76 | 46.03 | 459.92 | 3,595.25 |
| 1992 | 622.90 | 386.80 | 879.19 | 97.67 | 1,019.75 | 46.85 | 513.27 | 3,566.43 |
| 1993 | 586.98 | 461.84 | 918.56 | 135.53 | 1,052.73 | 41.11 | 583.45 | 3,780.20 |
| 1994 | 614.17 | 484.89 | 1,007.61 | 127.19 | 1,200.17 | 57.77 | 605.11 | 4,096.91 |

Fuente: Elaborado con datos del Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales Anuario 1993, 1994 y 1995, mayo y octubre de 1995. Los datos se basan en las declaraciones que pres número de centros bancarios internacionales que proporcionan desgloses geográficos detallados sobre las posiciones externas de los bancos de depósito residentes.

Cuadro 32

Emisión de bonos Internacionales por tipo de moneda.
(porcentajes)

| | 1990 % | 1991 % | 1992 % | 1993 % | 1994 % | Monto Total desembolsado % 1993 | Monto Total desembolsado % 1994 |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------------------------------------|---------------------------------------|
| Total | 100 | 100 | 100 | 100 | 100.0 | 100 | 100.0 |
| Dólares | 29.9 | 22.23 | 31.18 | 22.14 | 27.0 | 39.0 | 35.6 |
| Yenes | 20.29 | 12.08 | 4.95 | 11.15 | 30.8 | 13.6 | 15.9 |
| Marco Alemán | 6.96 | 6.57 | 17.18 | 15.02 | 11.6 | 10.0 | 10.8 |
| Franco Francés | 5.9 | 9.33 | 18.27 | 18.55 | 15.3 | 5.0 | 6.1 |
| Libra Esterlina | 12.19 | 12.08 | 9.39 | 14.8 | 4.9 | 7.9 | 7.6 |
| ECU | 8.48 | 15.37 | 8.63 | -2.29 | 10.5 | 4.9 | 24.0 |

Fuente: Bank for International Settlements. 64th Annual Report. Pag 108.

*Las sumas no corresponden al total porque existen
emisiones en otras monedas no acentadas en el cuadro.

Cuadro 34**AMERICA LATINA: Transferencia Neta de Capitales***

(miles de millones de dólares)

| País | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | Estimado |
|------------------------------|--------|--------|-------|-------|-------|----------|
| | | | | | | 1994 |
| América Latina | -28300 | -16000 | 6700 | 30635 | 32183 | 21010 |
| Colombia | -1639 | -2146 | -1635 | -1772 | 563 | 1205 |
| México | -3693 | 1055 | 12690 | 16825 | 18607 | 7405 |
| Perú | -422 | 395 | 1790 | 1801 | 1681 | 4990 |
| Venezuela | -4496 | -5937 | 1225 | 972 | 20 | -6180 |
| Argentina | -6465 | -4615 | -200 | 7557 | 6972 | 6800 |
| Brasil | -11854 | -7044 | -8550 | 720 | -1217 | 1900 |
| Chile | -432 | 1490 | -470 | 1627 | 1335 | 1710 |
| Ecuador | -306 | -435 | -415 | -673 | 189 | -20 |
| Paraguay | -166 | 125 | 270 | 431 | 673 | 910 |
| Uruguay | -378 | -256 | -150 | 51 | 481 | 445 |
| Bolivia | 41 | 105 | 295 | 587 | 621 | 385 |
| Centroamérica y el Caribe | 1476 | 1351 | 1865 | 2509 | 2258 | 1460 |

Fuente: CEPAL. Balance Preliminar de la Economía de América Latina y el Caribe, 1991 y 1994.

* Ingreso Netos de Capitales Menos Pagos Netos de Utilidades e Intereses.

Cuadro 35
Conversiones de Deuda de América Latina
(miles de millones de dólares)

| | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1er. Trimestre 1994 |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------------------|
| Argentina | -- | 1,146 | 1,534 | 6,464 | 132 | 2,825 | 371 | 5 |
| Brasil | 336 | 2,096 | 946 | 283 | 68 | 95 | 219 | 30 |
| Chile | 1,979 | 2,940 | 2,767 | 1,096 | 828 | 385 | 298 | 2 |
| Costa Rica | 89 | 44 | 124 | 17 | 2 | -- | -- | -- |
| Ecuador | 127 | 261 | 32 | 45 | 20 | 50 | 2 | -- |
| Honduras | 9 | 14 | 35 | 33 | 52 | 39 | -- | -- |
| Jamaica | 1 | 9 | 23 | 22 | 36 | 14 | 3 | -- |
| México | 1,680 | 1,056 | 532 | 221 | 1,956 | 344 | -- | -- |
| Uruguay | -- | 60 | 27 | 4 | 44 | 34 | 48 | -- |
| Venezuela | -- | 50 | 544 | 595 | 343 | 148 | 87 | -- |
| Total | 4,221 | 7,676 | 6,564 | 8,780 | 3,481 | 3,934 | 1,028 | 37 |

Fuente: IMF, Private Market Financing for Developing Countries, 1995, pag. 11.

Cuadro 36
Emisión Internacional de Bonos de Deuda de Empresas Públicas y Privadas de América Latina
(millones de dólares)

| País | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | Primer Semestre | |
|------------------------------------|-------|-------|--------|--------|-----------------|-------|
| | | | | | 1993 | 1994 |
| Sector Público | | | | | | |
| Argentina | | | | 350 | 150 | 100 |
| Brasil | | 1,341 | 1,320 | 1,837 | 940 | 350 |
| Colombia | | | | 250 | 150 | |
| Costa Rica | | | | | | 50 |
| Guatemala | | | | 60 | | |
| México | 1,851 | 1,192 | 1,432 | 4,401 | 2,462 | 3,240 |
| Venezuela | 127 | 230 | 857 | 1,000 | | |
| Total | 1,978 | 2,763 | 3,609 | 7,898 | 3,702 | 3,740 |
| Porcentaje del Total de Emisiones: | 72.72 | 48.90 | 31.50 | 33.62 | 35.66 | 48.29 |
| Sector Privado | | | | | | |
| Argentina | 21 | 295 | 1,145 | 3,772 | 535 | 1,610 |
| Bolivia | | | | | | 10 |
| Brasil | | 496 | 2,335 | 4,842 | 2,022 | 845 |
| Chile | | | | 433 | 333 | |
| Colombia | | | | 100 | 50 | 83 |
| México | 586 | 1,971 | 4,292 | 6,030 | 3,620 | 1,457 |
| Panamá | | 50 | | | | |
| Perú | | | | 30 | | |
| Uruguay | | | | 40 | 40 | |
| Venezuela | 135 | 75 | 75 | 345 | 80 | |
| Total | 742 | 2,887 | 7,847 | 15,592 | 6,680 | 4,005 |
| Porcentaje del Total de Emisiones: | 27.28 | 51.10 | 68.50 | 66.38 | 64.34 | 51.71 |
| Total de Emisiones | 2,720 | 5,650 | 11,456 | 23,490 | 10,382 | 7,745 |

Fuente: IMF, Private Market Financing for Developing Countries, 1995, págs. 60-61.

Cuadro 37
Emisiones Internacionales de Capital de América Latina
(millones de dólares)

| País | 1991 | 1992 | 1993 | 1994* |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| Argentina | 356 | 372 | 2,793 | 577 |
| Bolivia | --- | --- | 10 | --- |
| Brasil | --- | 133 | --- | --- |
| Chile | --- | 129 | 271 | 167 |
| Colombia | --- | --- | 91 | 82 |
| México | 3,764 | 3,058 | 2,493 | 929 |
| Panamá | --- | 88 | --- | 48 |
| Perú | --- | --- | 26 | --- |
| Venezuela | --- | 283 | 42 | --- |
| Total | 4,120 | 4,063 | 5,726 | 1,803 |

Fuente: IMF, Private Market Financing for Developing Countries, 1995, pág. 24.

* Primer semestre.

Cuadro 38
 Flujos Netos de Inversión Extranjera Directa en América Latina
 (miles de millones de dólares)

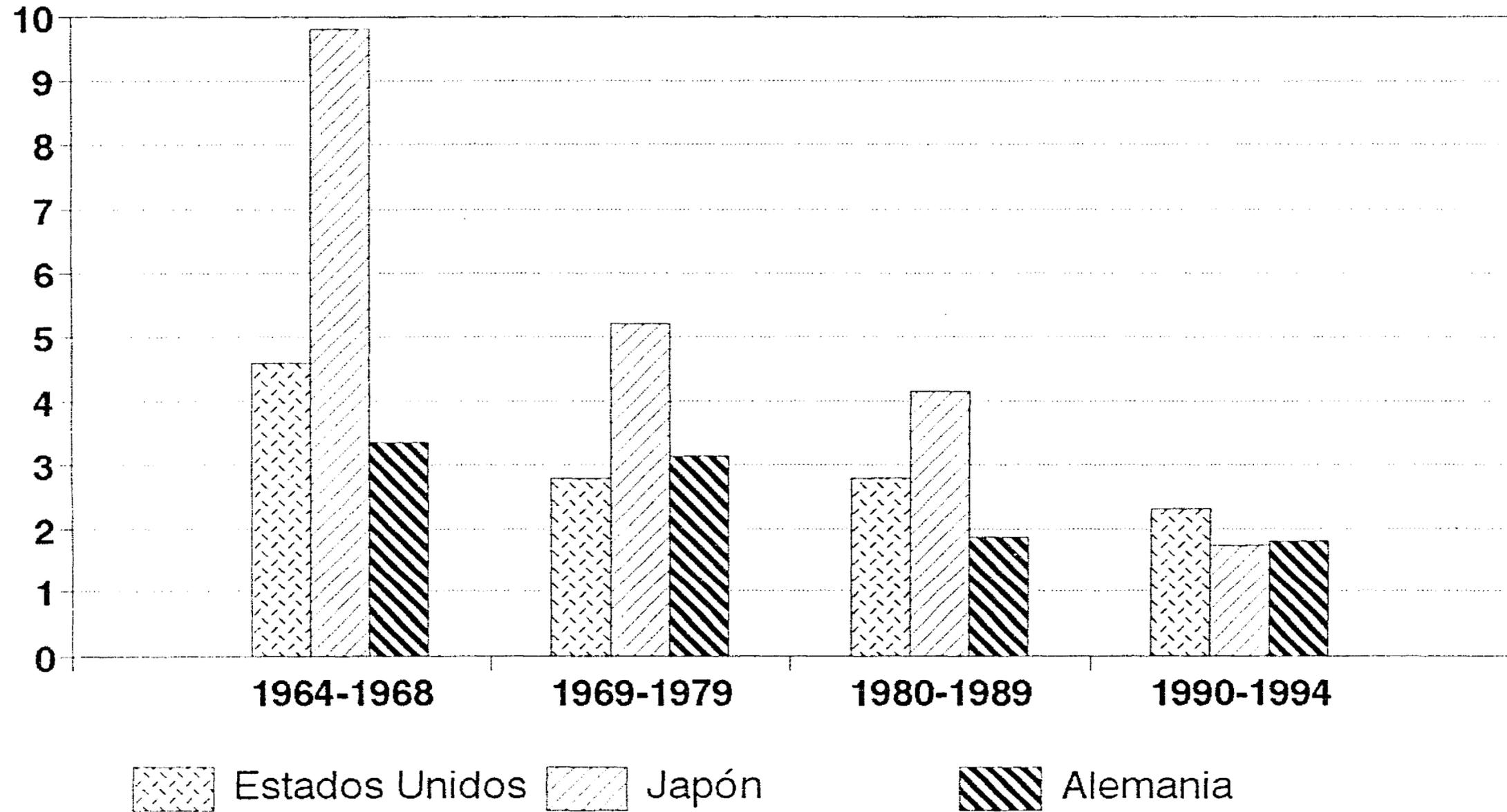
| País | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | Estimado | Estimado |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|-----------|
| | | | | | | 1993 | 1991-1993 |
| Argentina | 1.1 | 1 | 1.9 | 2.4 | 4.2 | 3.3 | 9.9 |
| Bolivia | | | | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.3 |
| Brasil | 2.9 | 0.7 | 0.2 | | 1.3 | | 1.3 |
| Chile | 0.1 | 0.3 | 0.6 | 0.5 | 0.6 | 1.4 | 2.5 |
| Colombia | 0.2 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.7 | 0.8 | 1.9 |
| Costa Rica | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.1 | 0.5 |
| Ecuador | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.5 | 0.7 |
| Guatemala | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.3 |
| Jamaica | | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.3 |
| México | 1.7 | 2.6 | 2.5 | 4.8 | 5.4 | 4.9 | 15.1 |
| Paraguay | | | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.3 |
| Perú | | 0.1 | | 0.1 | 0.1 | 0.5 | 0.7 |
| República Dominicana | 0.1 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.1 | 0.4 |
| Trinidad y Tobago | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.7 |
| Venezuela | 0.1 | 0.2 | 0.5 | 1.6 | 0.5 | 0.1 | 2.2 |
| Otros | 0.2 | 0.3 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.9 |
| Total: | 6.8 | 6.4 | 7.1 | 11.1 | 14.2 | 12.7 | 38 |
| % de Países en Desarrollo: | 35.42 | 29.77 | 30.21 | 32.84 | 31.98 | 22.88 | 28.36 |
| Países en Desarrollo: | 19.2 | 21.5 | 23.5 | 33.8 | 44.4 | 55.5 | 134.0 |

Fuente: IMF, Private Market Financing for Developing Countries, 1995, pag. 80.

Gráfica 1

Producto Interno Bruto, 1964-1993.

(variación promedio anual)

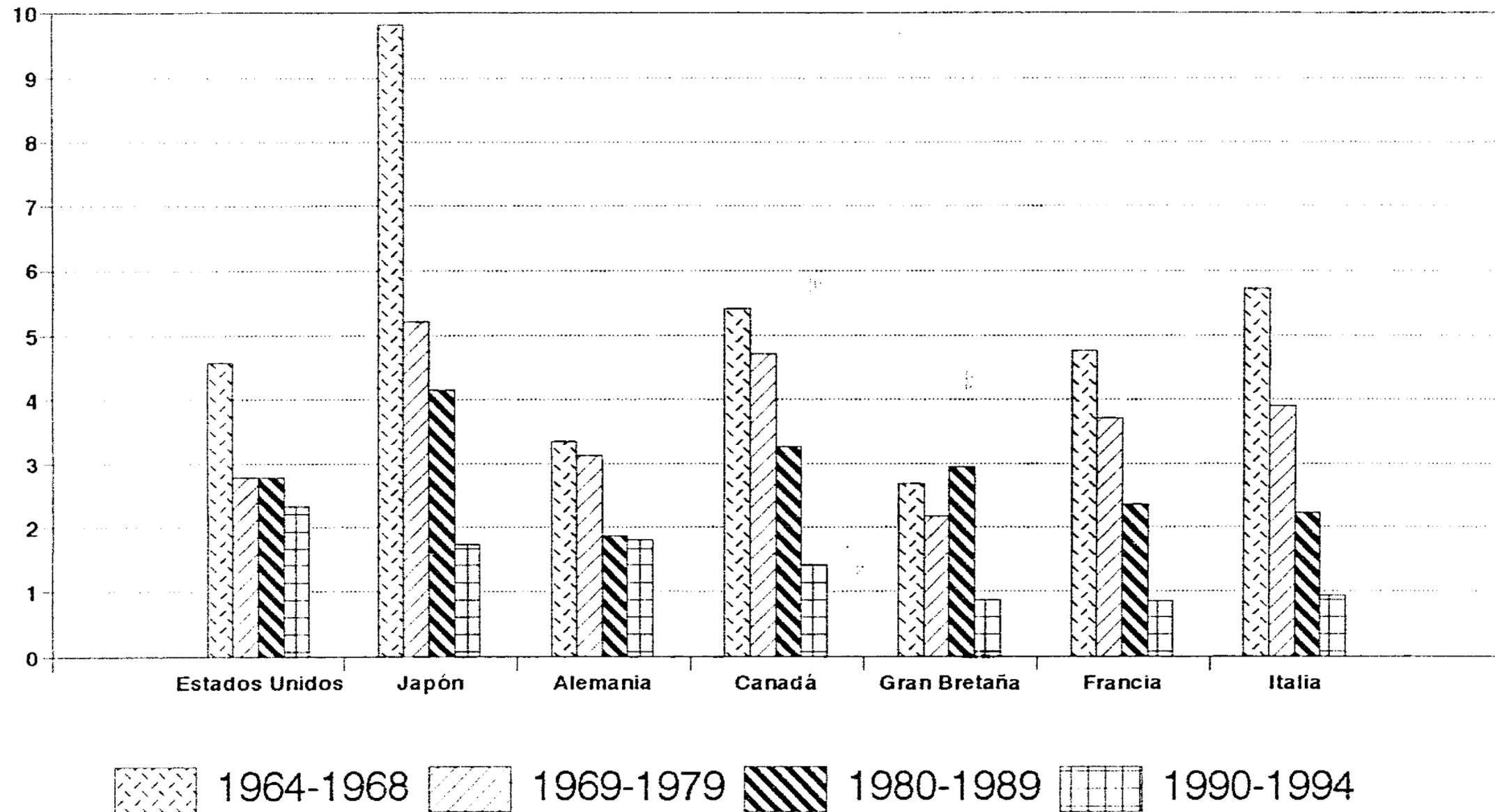


Fuente: FMI. Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1994 y octubre de 1995.

Gráfica 2

Producto Interno Bruto G7, 1964-1993.

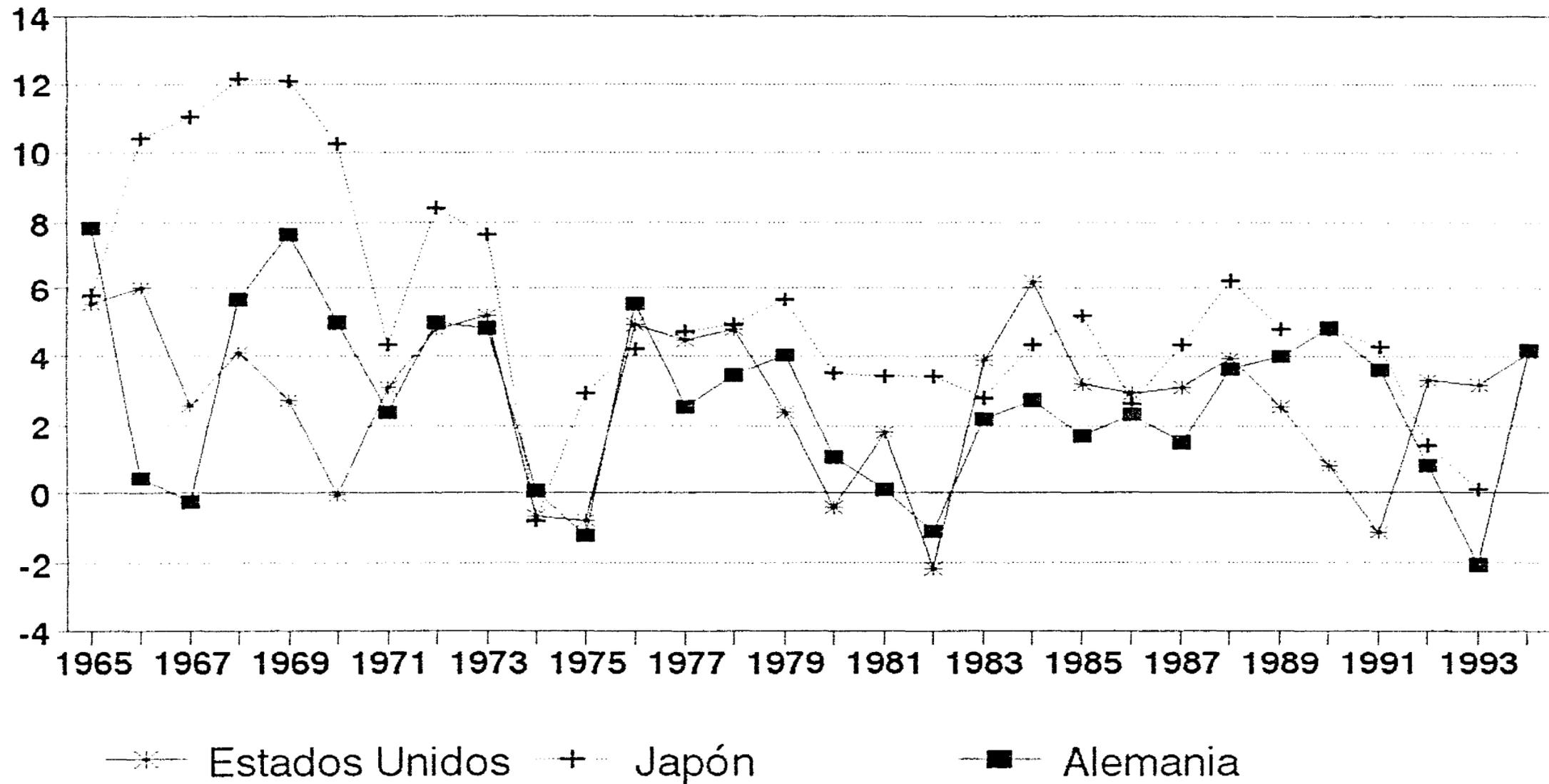
(variación promedio anual)



Fuente: FMI. Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1994 y octubre de 1995.

Gráfica 3

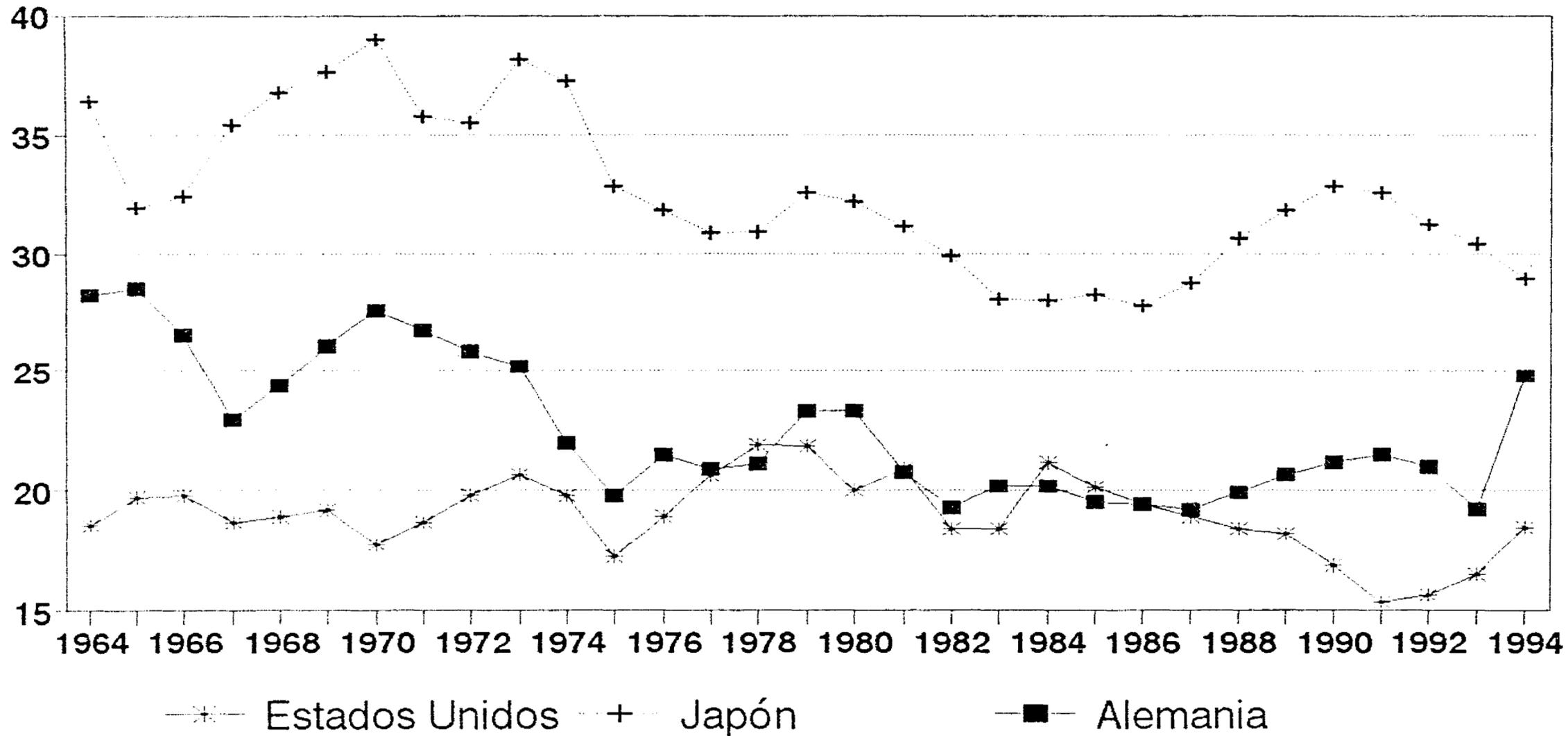
Crecimiento Anual del PIB (variaciones porcentuales anuales)



Fuente: Fondo Monetario Internacional. Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario, julio de 1994 y octubre de 1995.

Gráfica 4

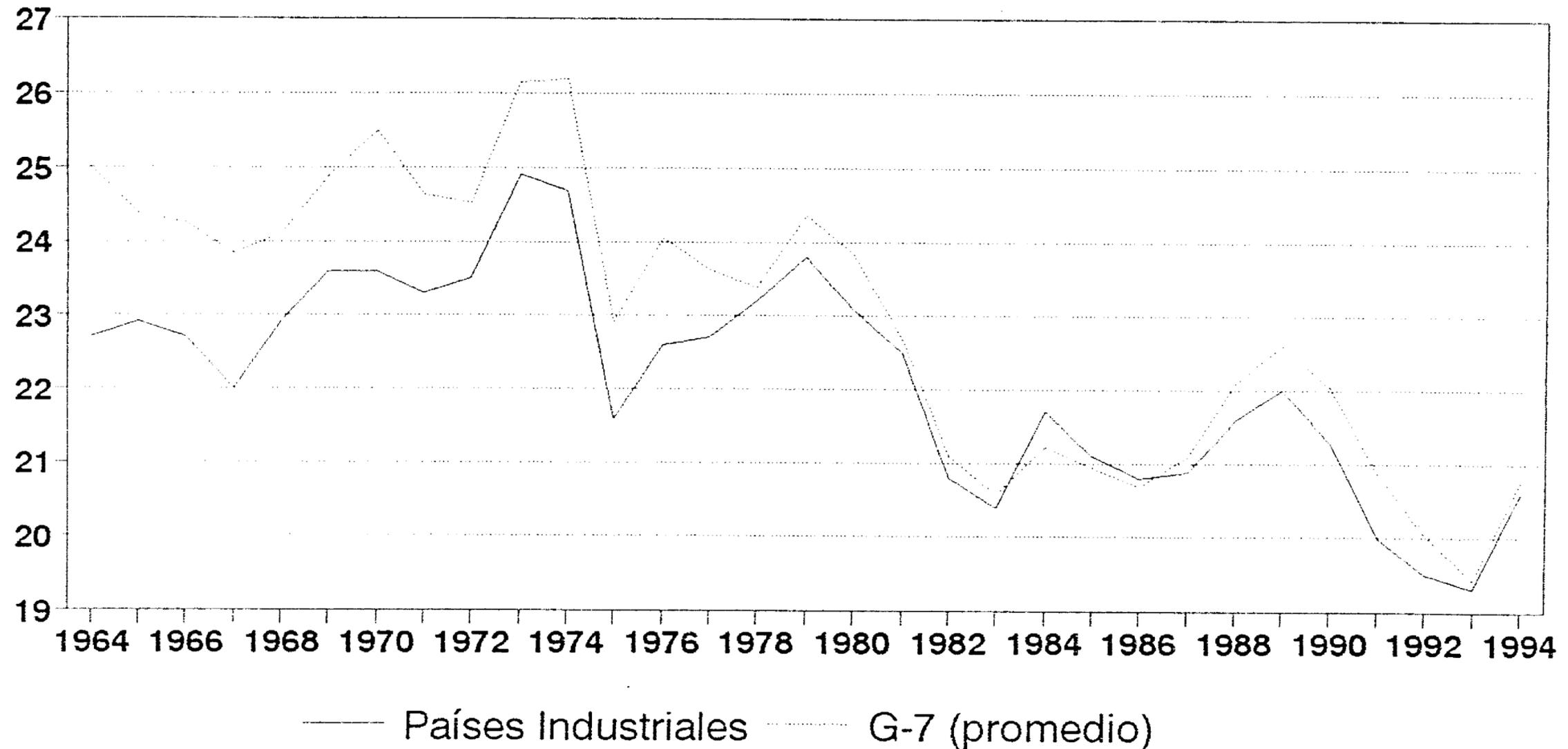
Inversión como porcentaje del PIB Países de las Tres Mayores Economías



Fuente: Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1994, julio de 1994 y 1995.

Gráfica 5

Inversión como porcentaje del PIB Países Industriales y Grupo de los 7

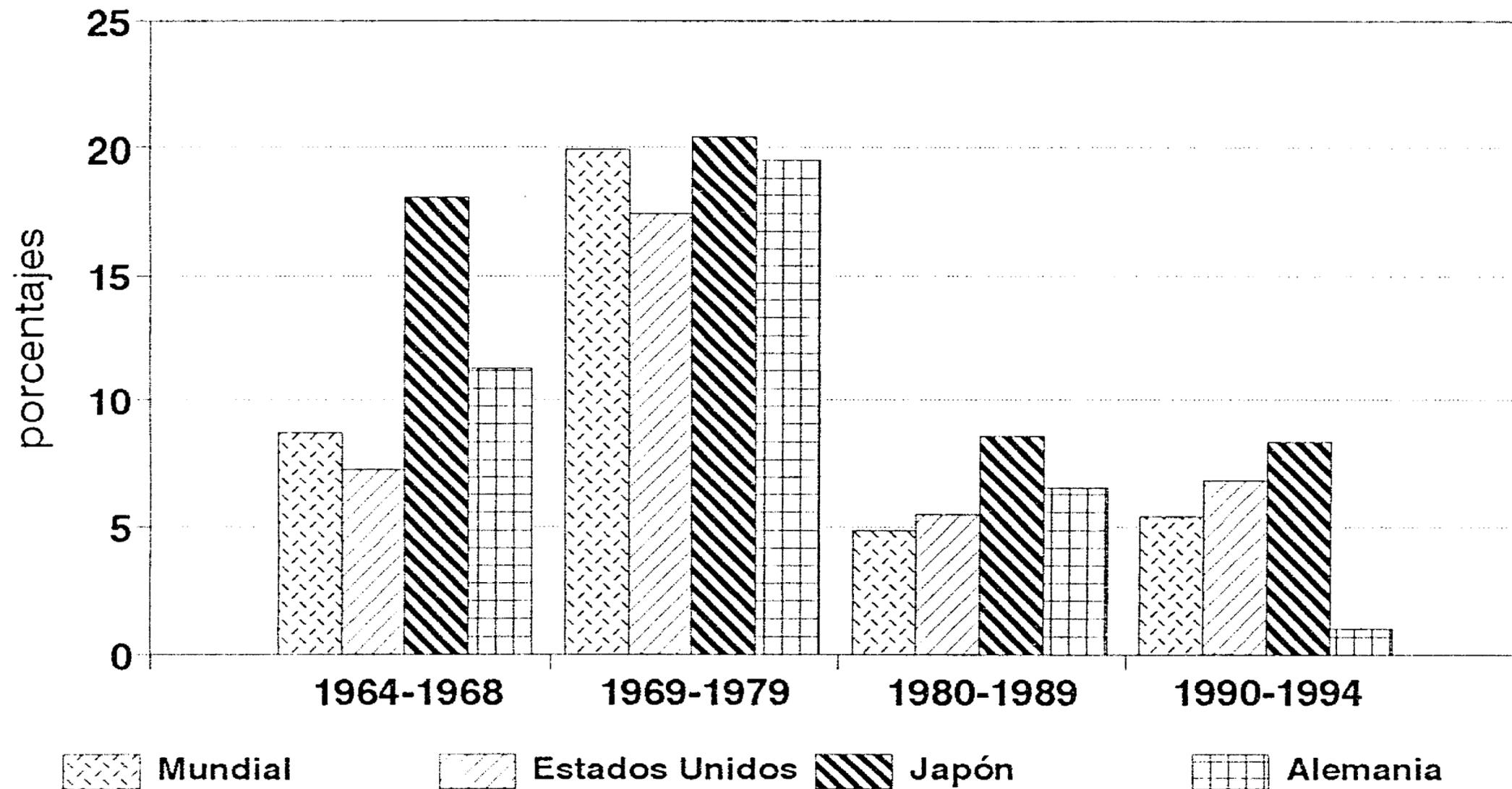


Fuente: Elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1994, julio de 1994 y 1995.

* El promedio del G-7 no contempla datos para Italia desde 1993.

Gráfica 6

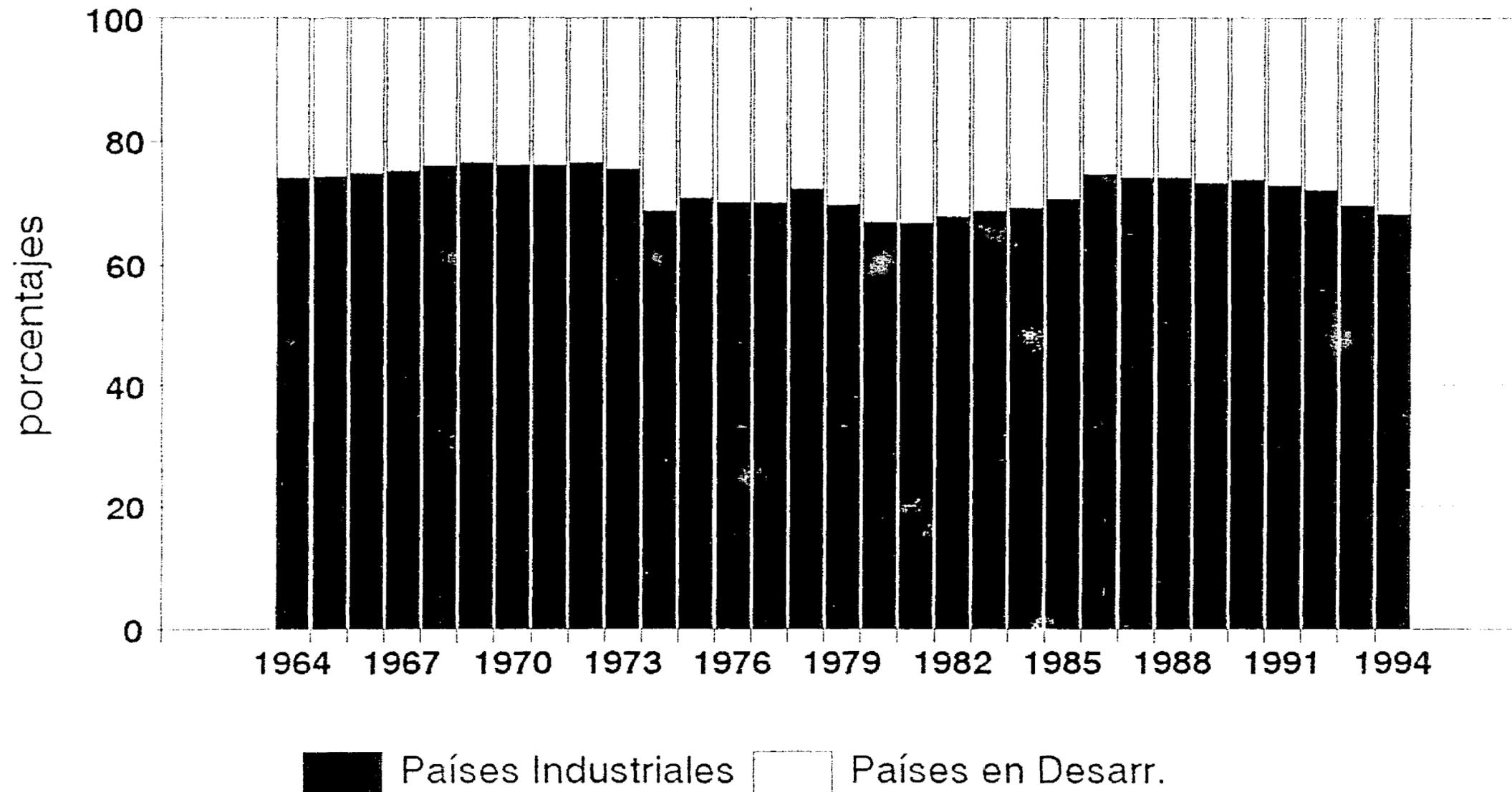
Variación Promedio Anual de las Exportaciones, 1964-1993.



Fuente: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1994 y 1995.

Gráfica 7

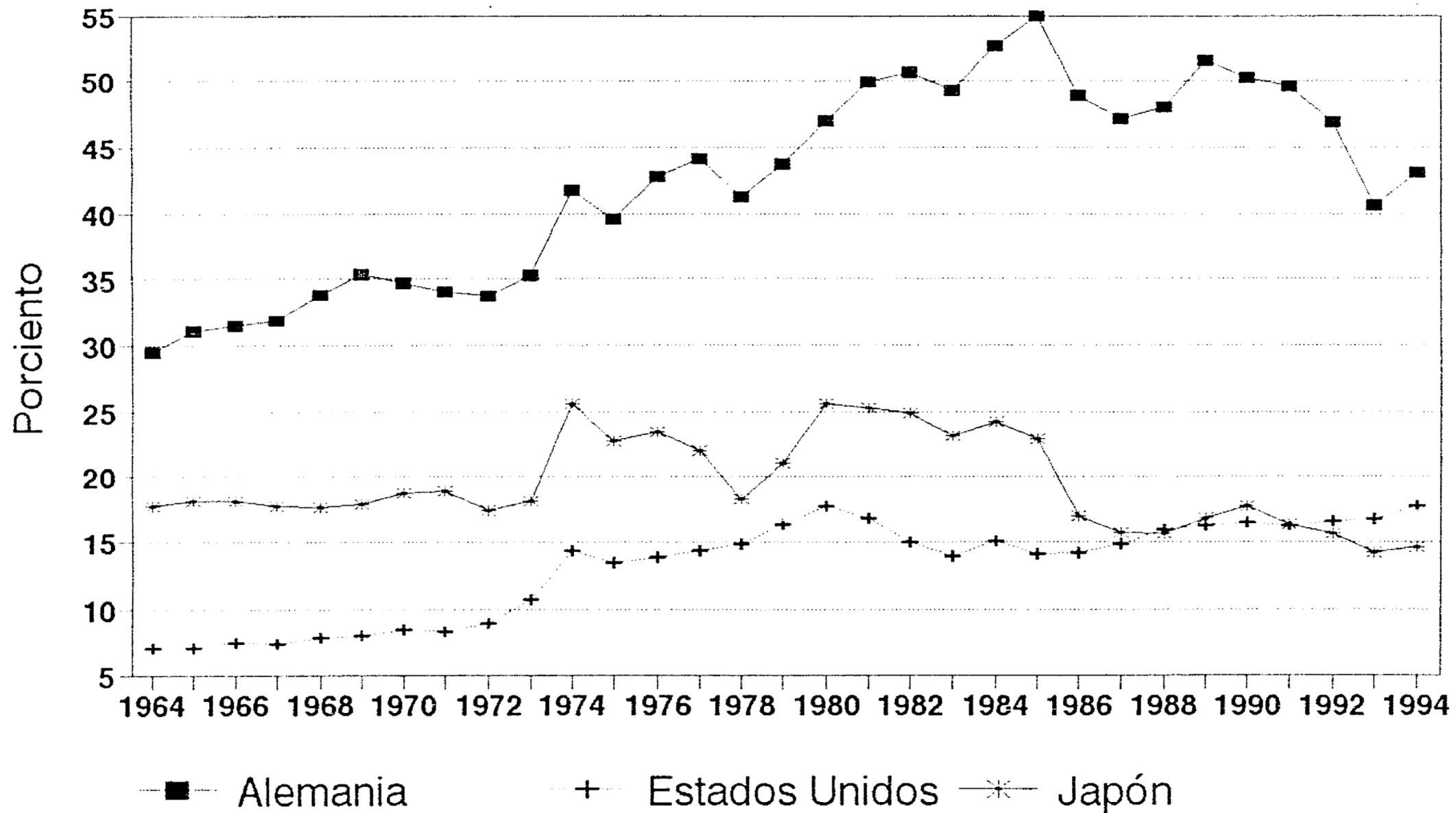
Exportaciones: participación en el total mundial, 1964-1994.



Fuente: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1994, y octubre de 1995.

Gráfica 8

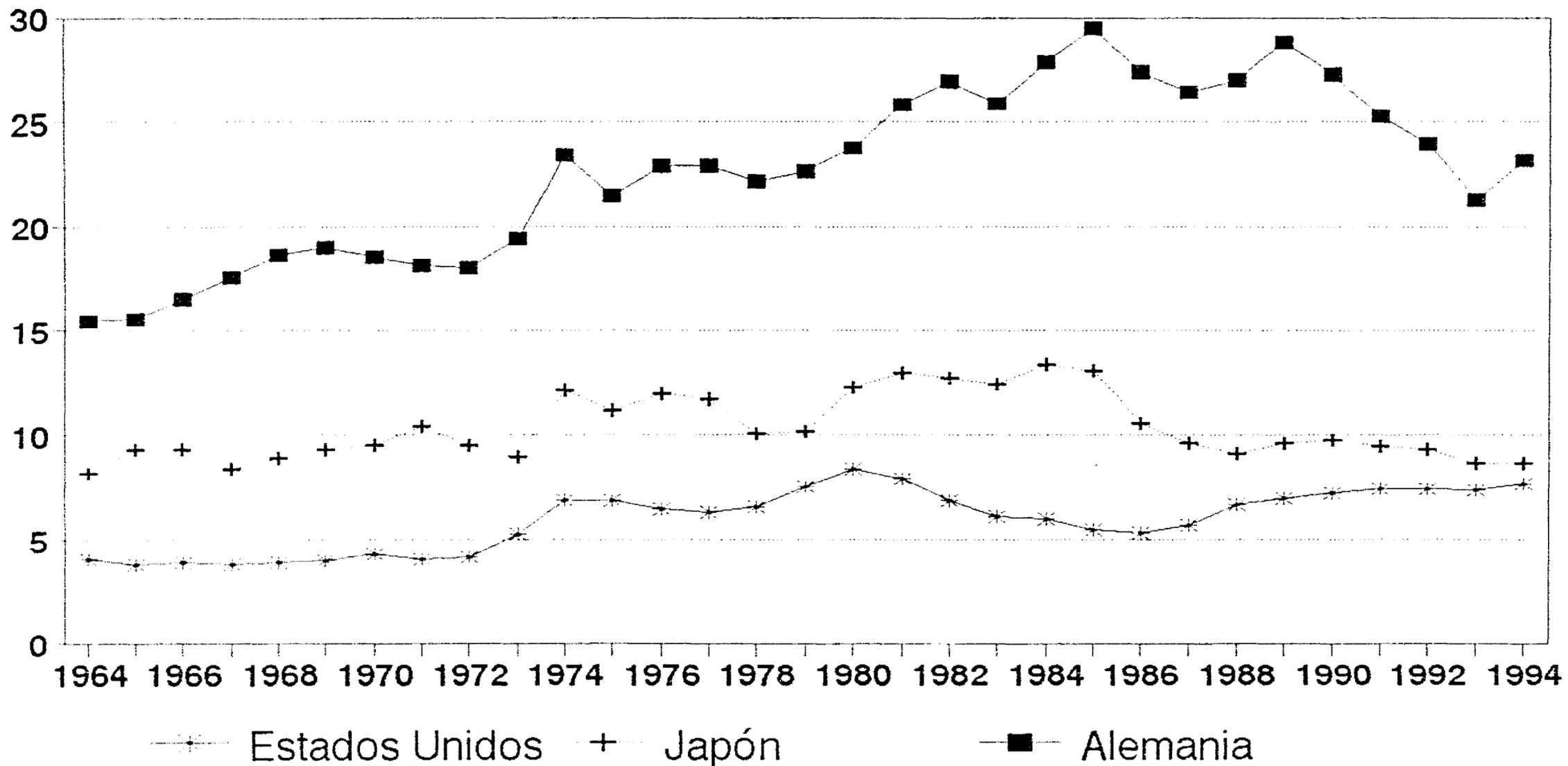
Apertura de las Tres Mayores Economías Comercio Exterior/Producto Interno



Fuente: Fondo Monetario Internacional. Estadísticas Financieras Internacionales. Anuario 1994 y octubre de 1995.

Gráfica 9

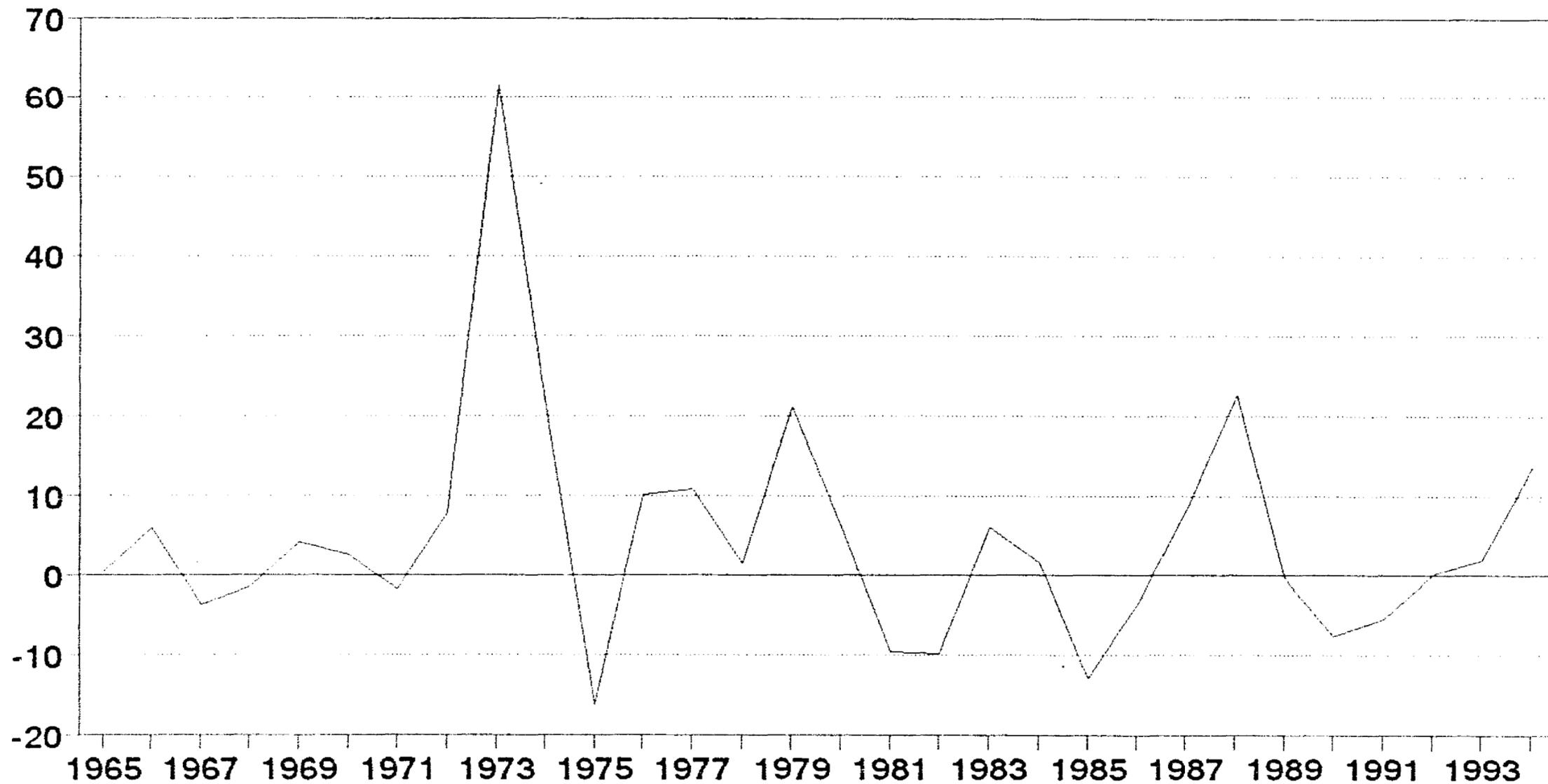
Exportaciones/PIB de las Tres Mayores Economías, 1964-1994.



Fuente: FMI. Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1994 y octubre de 1995.

Gráfica 10

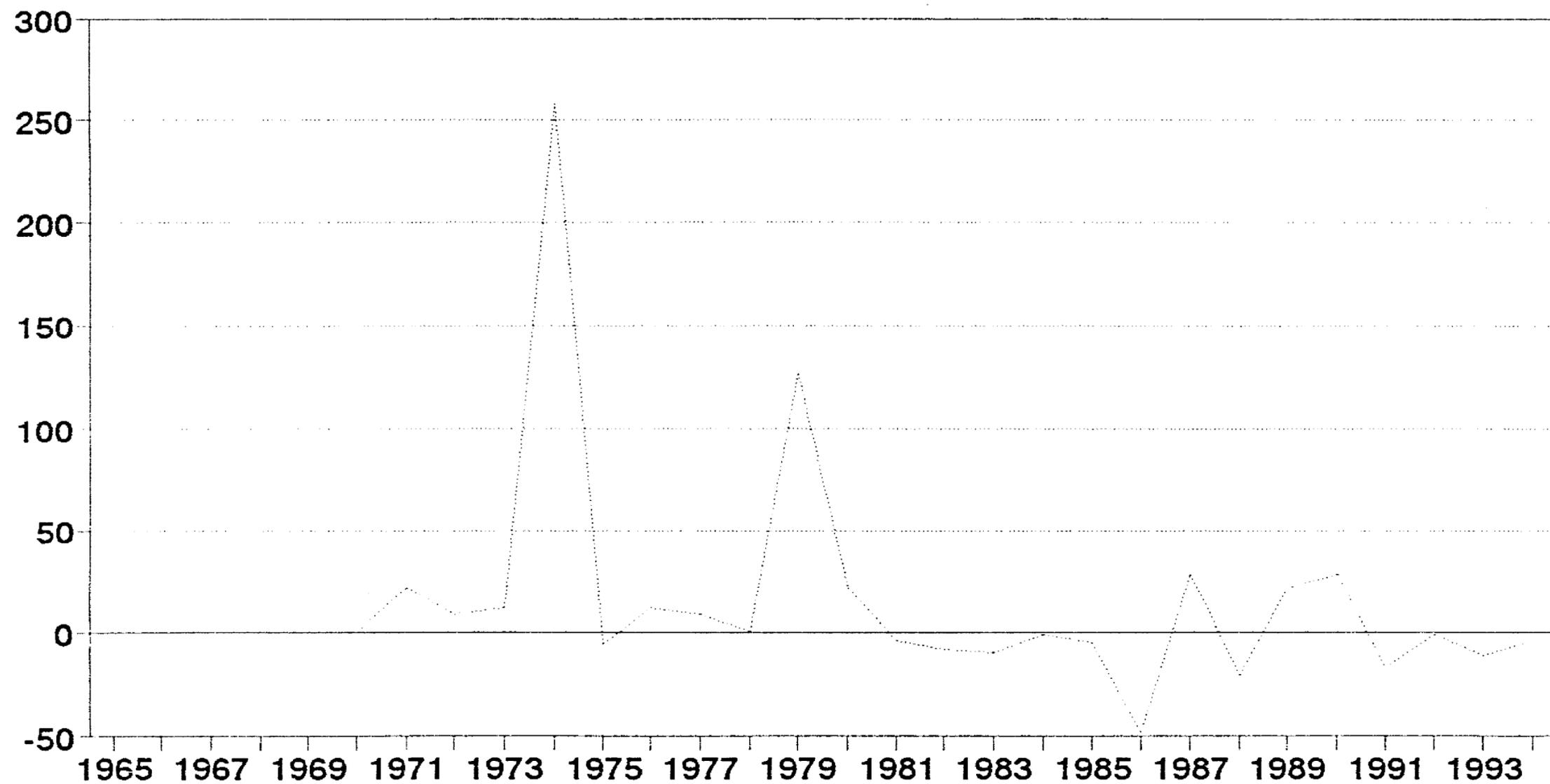
Indice Mundial de Productos Básicos (variación porcentual) 1990=100



Fuente: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1994; y, octubre de 1995.

Gráfica 12

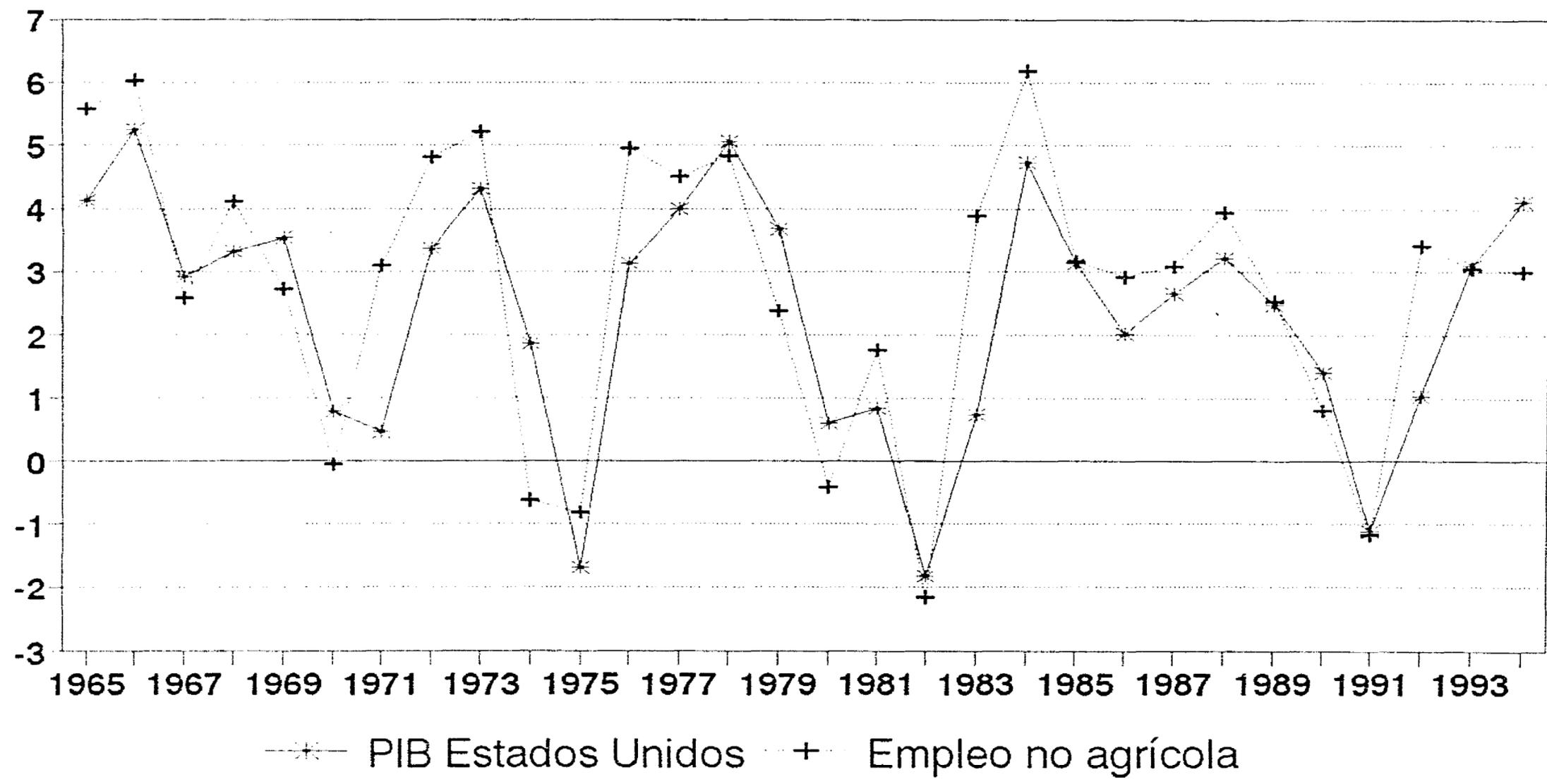
Índice de Productos Básicos: Petróleo (variación porcentual) 1990=100



Fuente: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1994; y, octubre de 1995.

Grafica 13

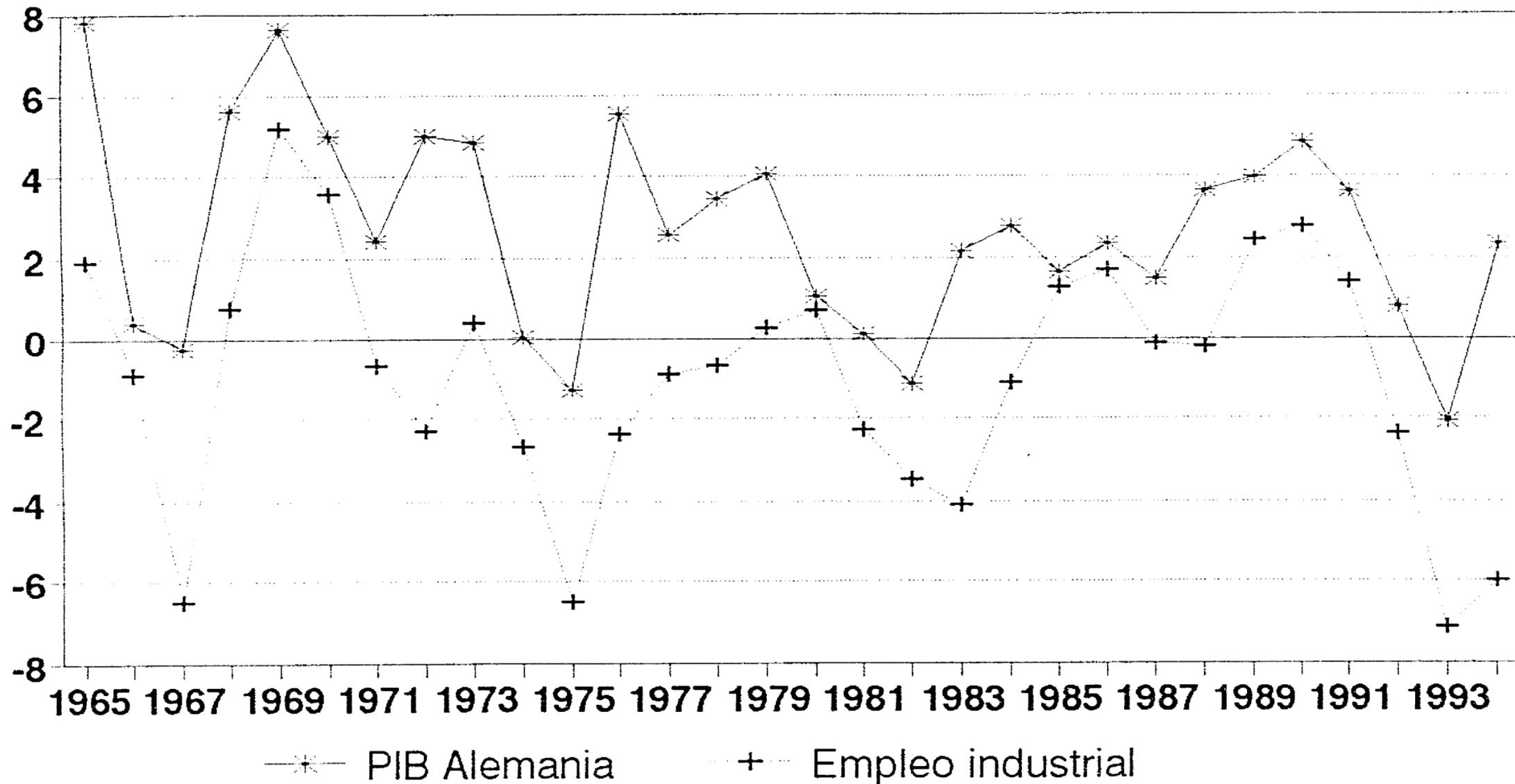
Producto Interno Bruto y Empleo no agrícola, variación anual, 1965-1994.



Fuente: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1994 y octubre de 1995.

Gráfica 14

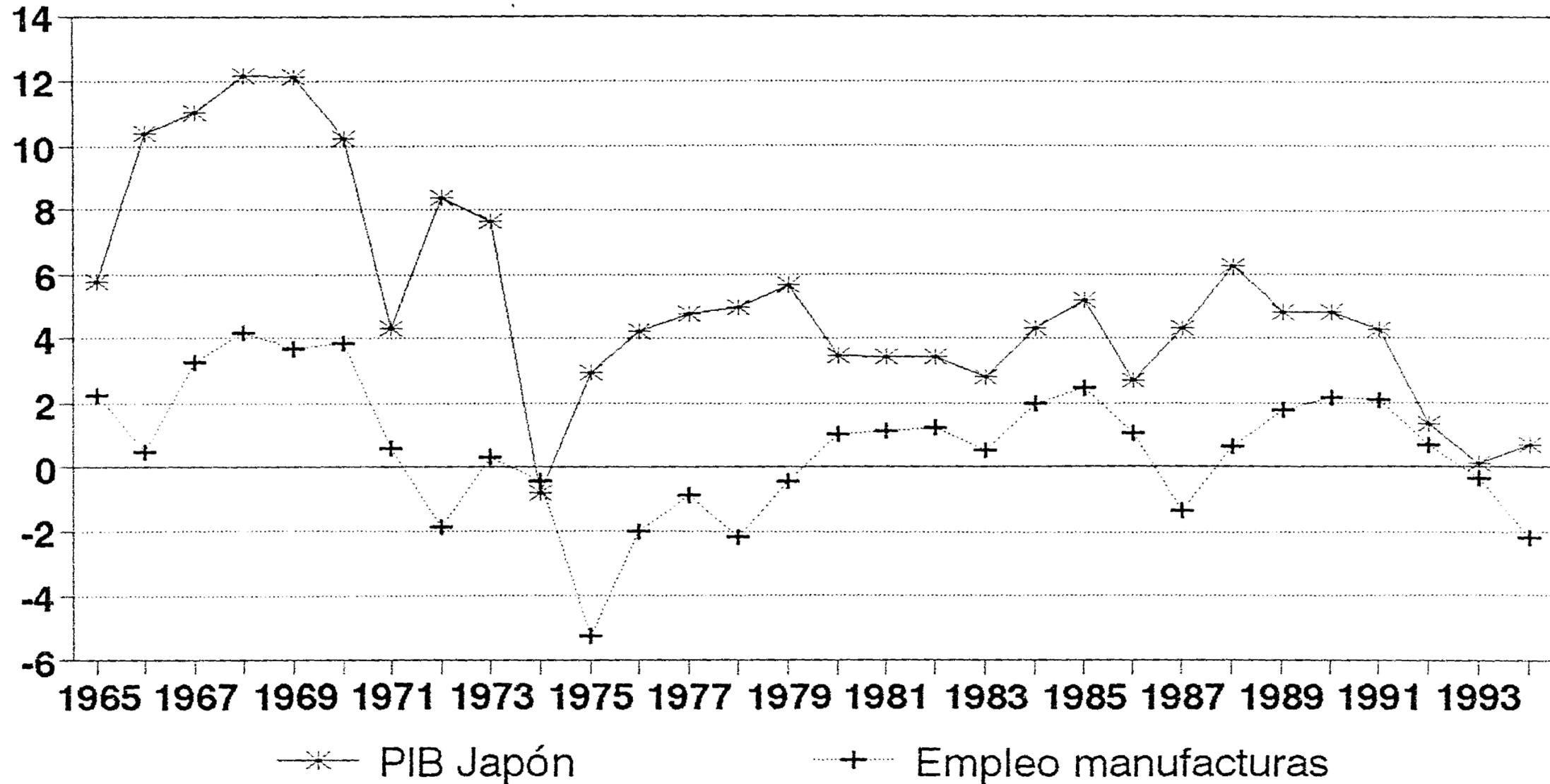
Producto Interno Bruto y Empleo industrial, variación anual, 1965-1994.



Fuente: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1994 y octubre de 1995.

Gráfica 15

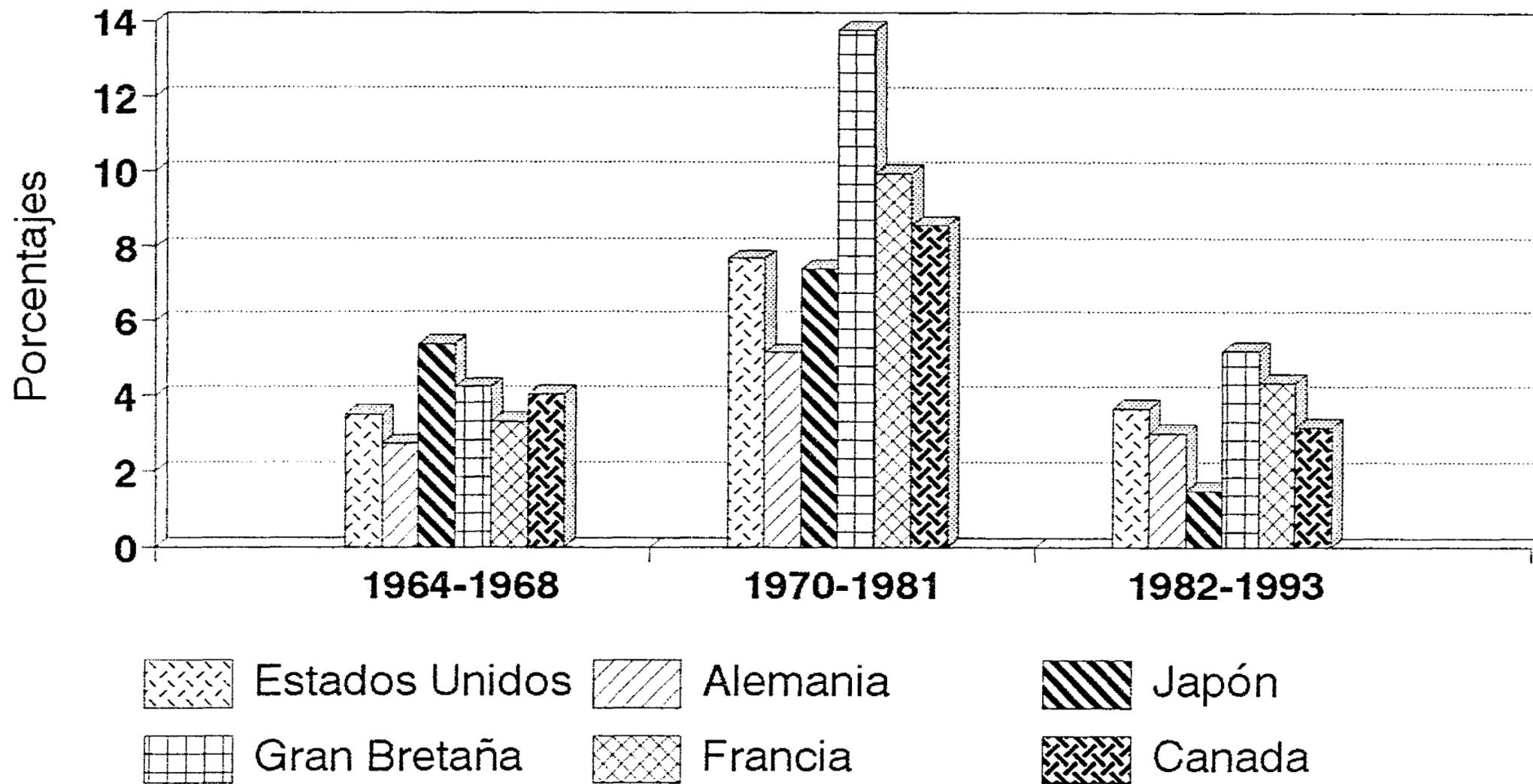
Producto Interno Bruto y Empleo en manufactura, variación anual 1965-1994.



Fuente: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1994 y octubre de 1995.

Gráfica 16

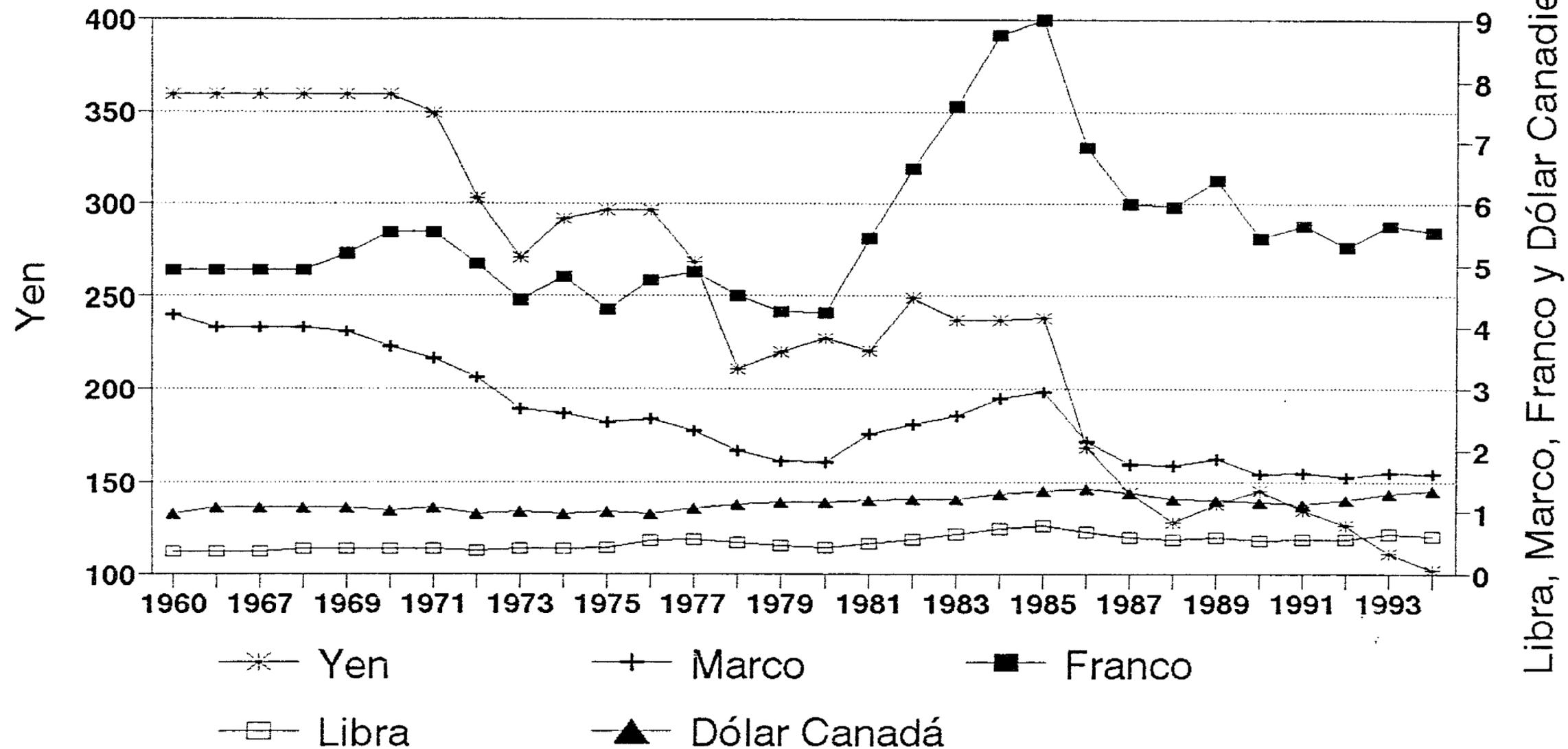
Variación Promedio Anual, 1964-1993 Deflactor implícito del PIB.



Fuente: FMI. Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario, 1994.

Gráfica 17

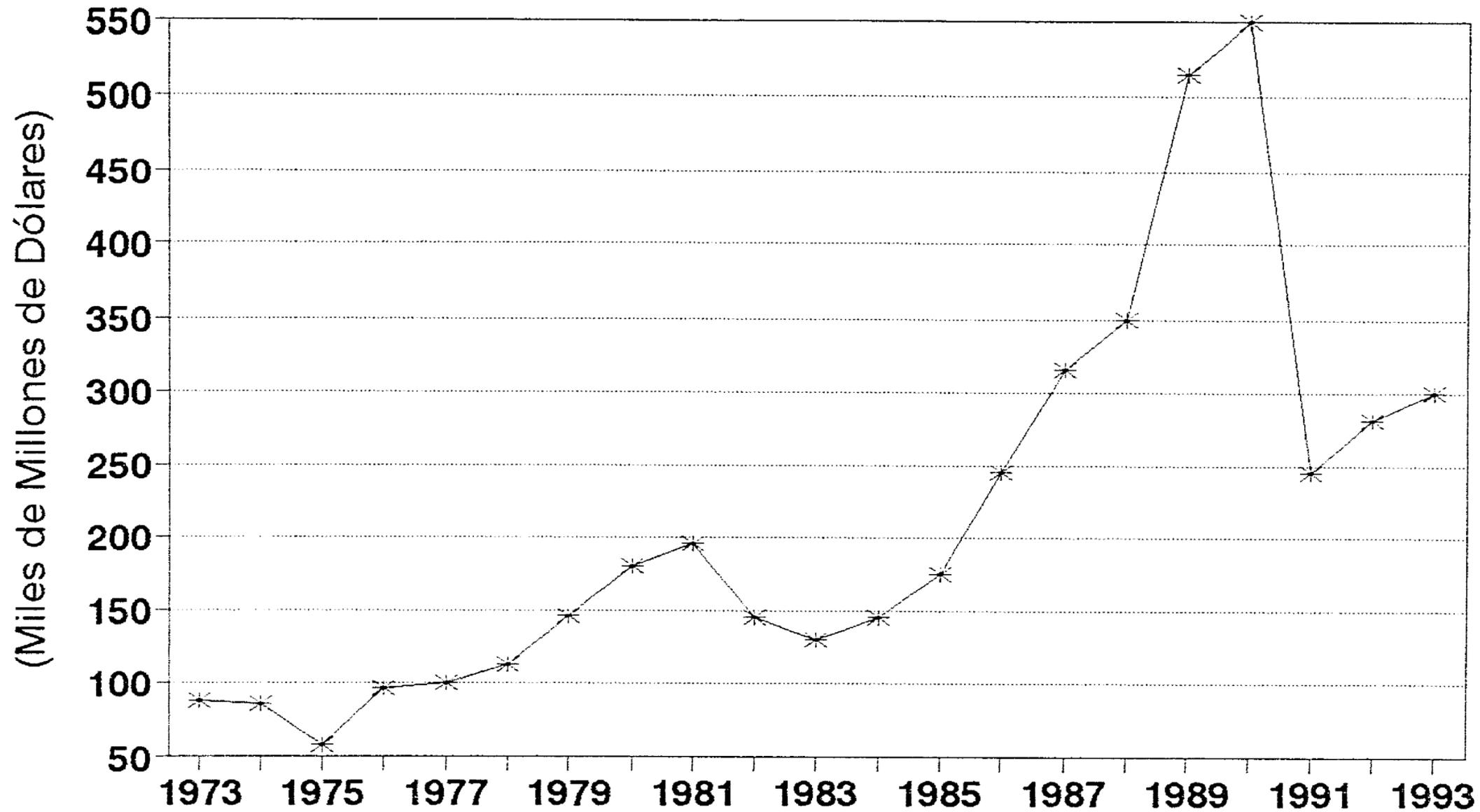
Tasas de Cambio de las principales monedas frente al dólar, 1960-1994



Fuente: OECD, Economic Outlook, Historical Statistics 1960-1988, París, 1990, p. 23.
Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario, julio de 1994.
y octubre de 1995.

Gráfica 18

Financiamiento Internacional

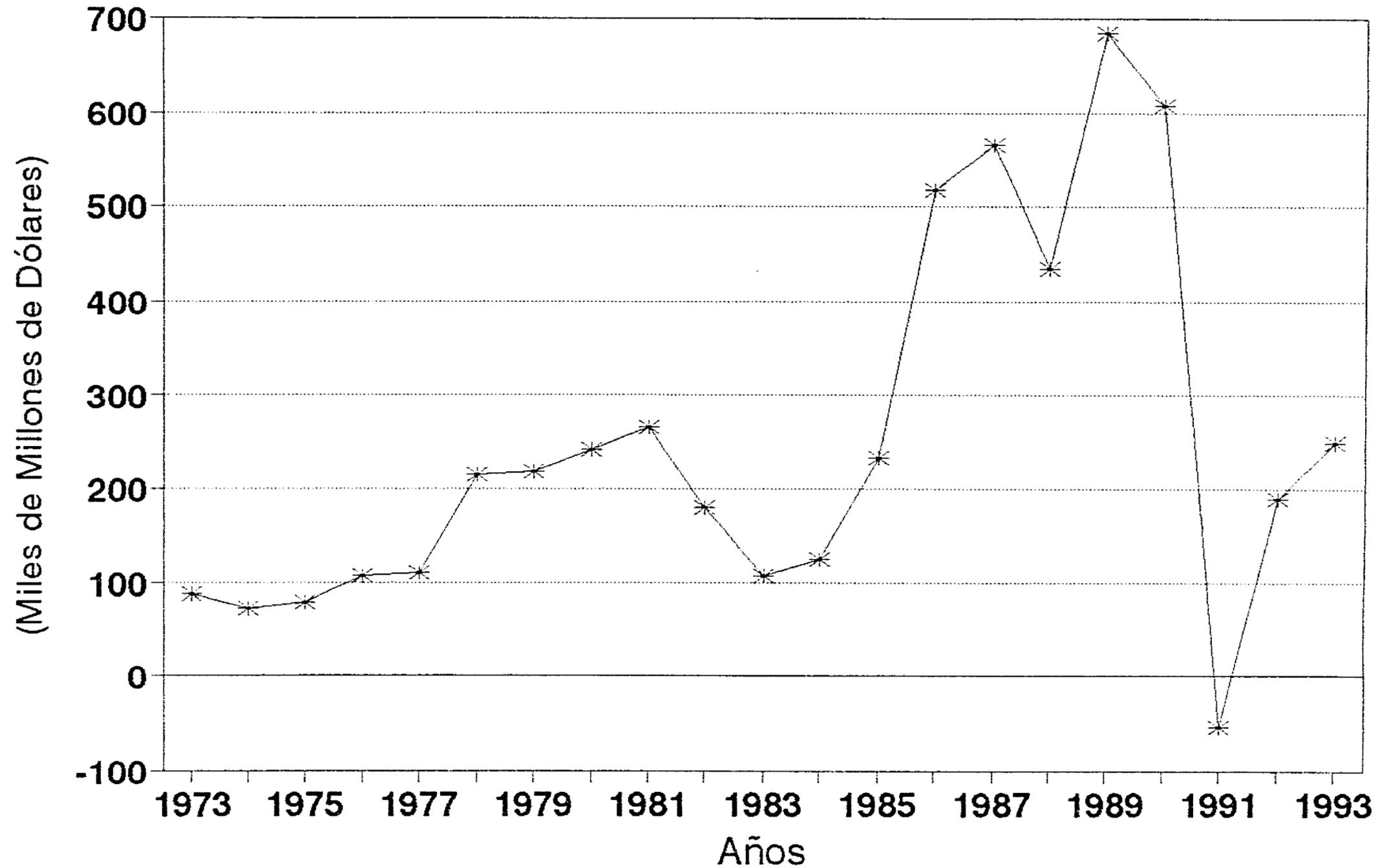


Fuente: BPI. Informe Anual, Varios Años.

Financiamiento neto internacional, incluye crédito bancario internacional neto y financiamiento en bonos. En 1973 y 1974 sólo incluye préstamos bancarios brutos.

Gráfica 19

Prestamos Bancarios Externos



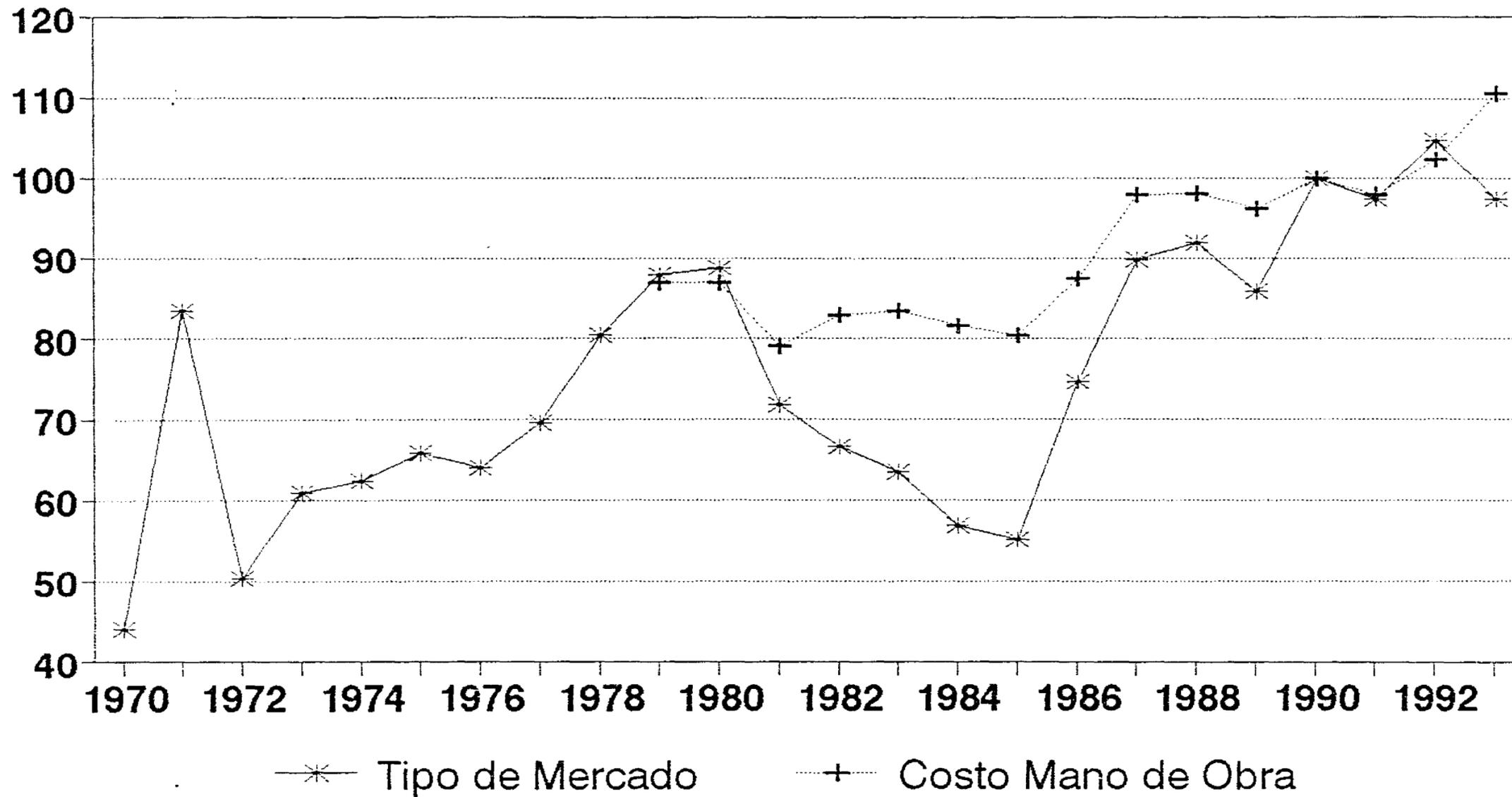
Fuente: BPI. Informe Anual Varios Años.

* Incluye préstamos bancarios externos brutos.

Gráfica 20.1.1

Alemania: Índice del Tipo de Cambio

Base 1990= 100

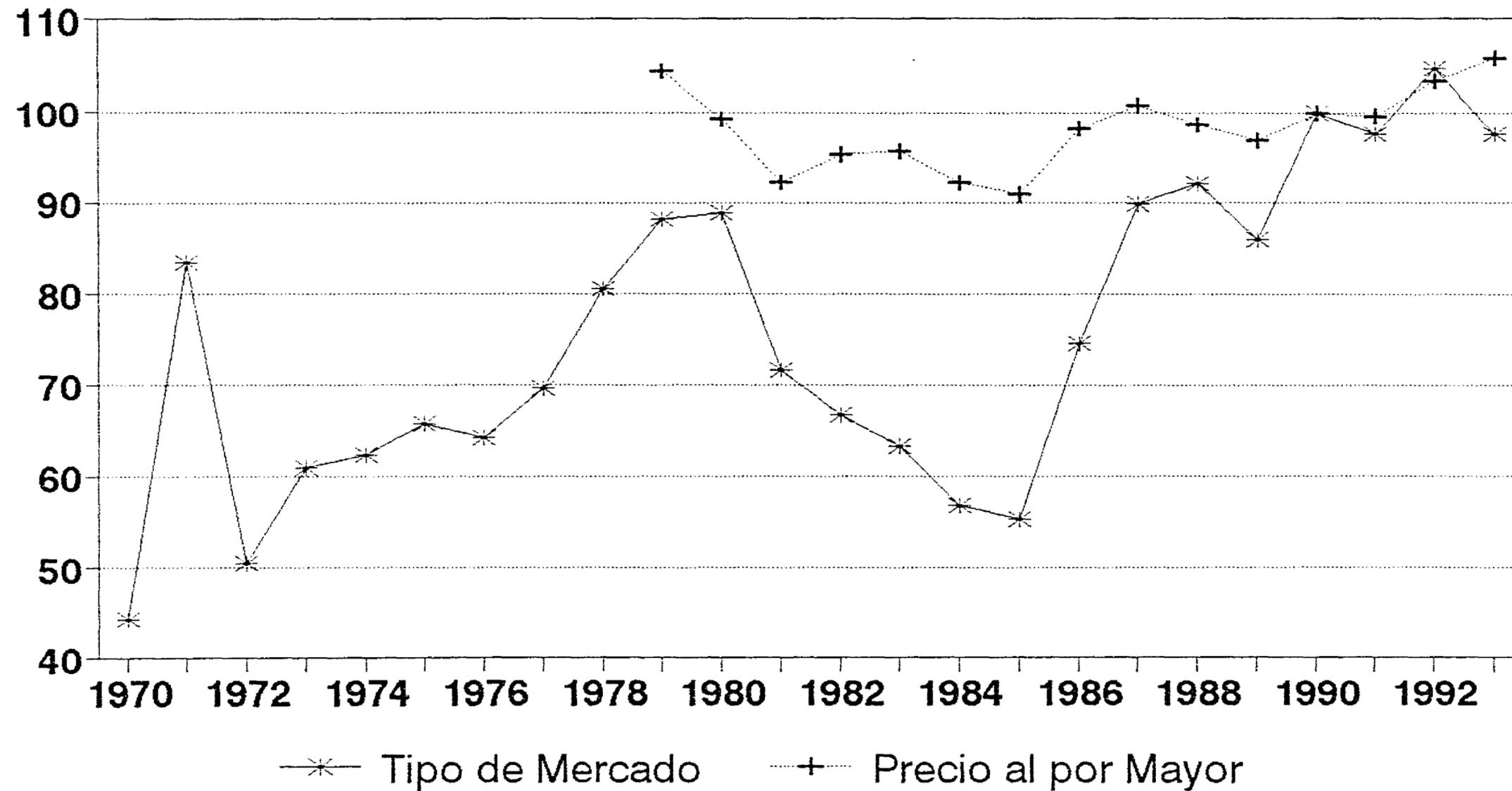


Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1994 y 1995.

Gráfica 20.1.2

Alemania: Índice del Tipo de Cambio

Base 1990= 100

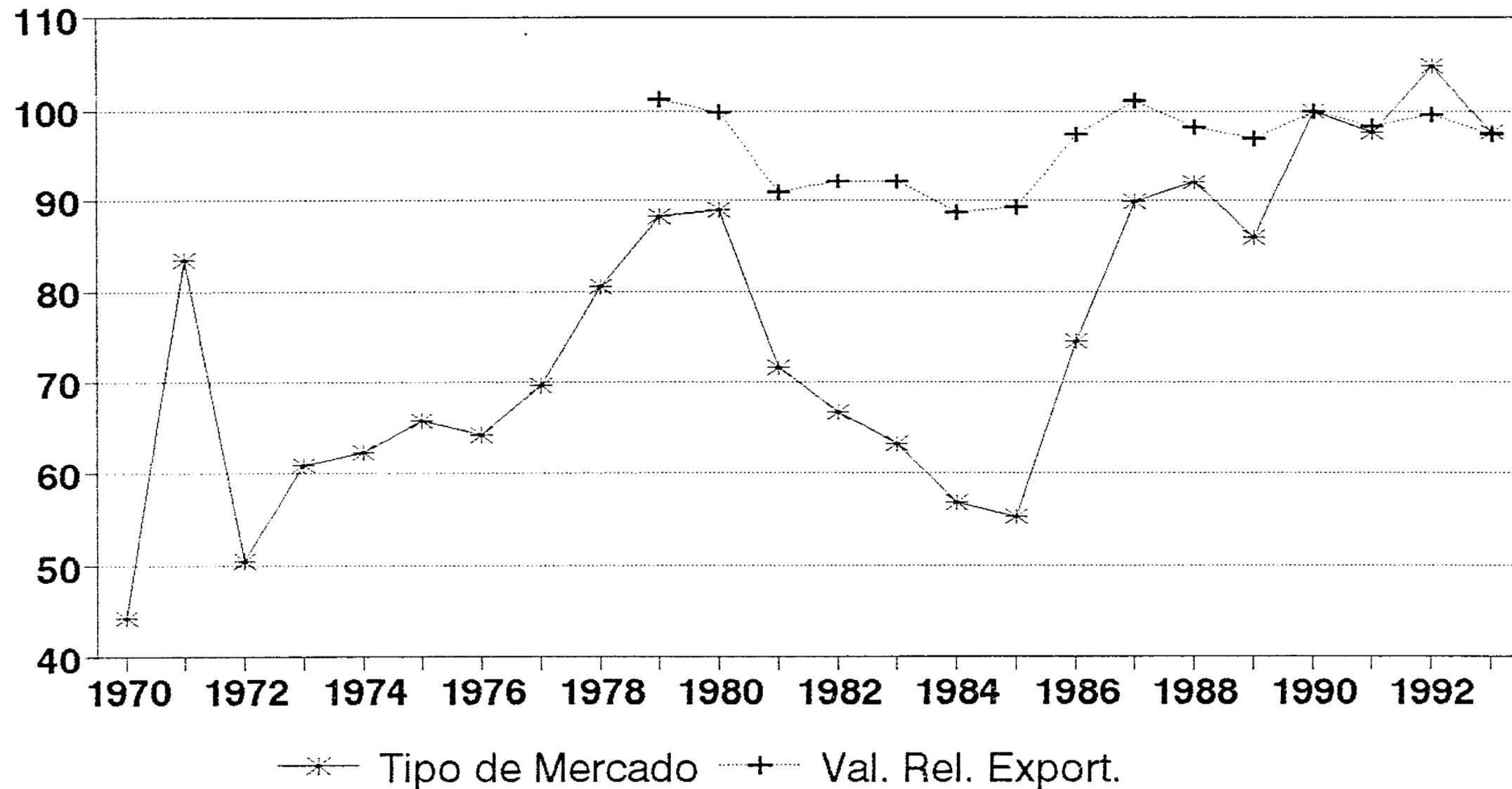


Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1994 y 1995.

Gráfica 20.1.3

Alemania: Índice del Tipo de Cambio

Base 1990= 100

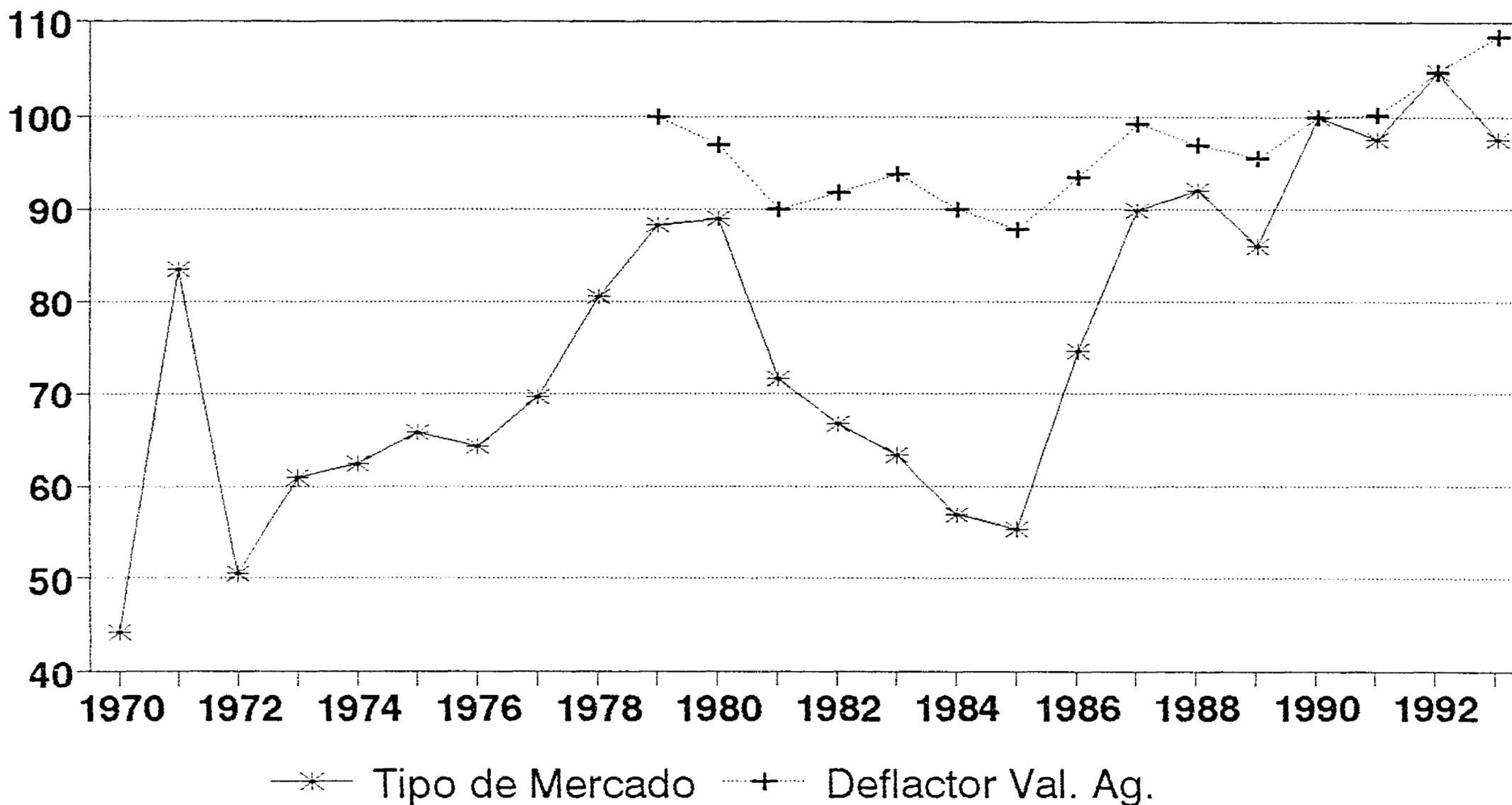


Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1994 y 1995.

Gráfica 20.1.4

Alemania: Índice del Tipo de Cambio

Base 1990= 100

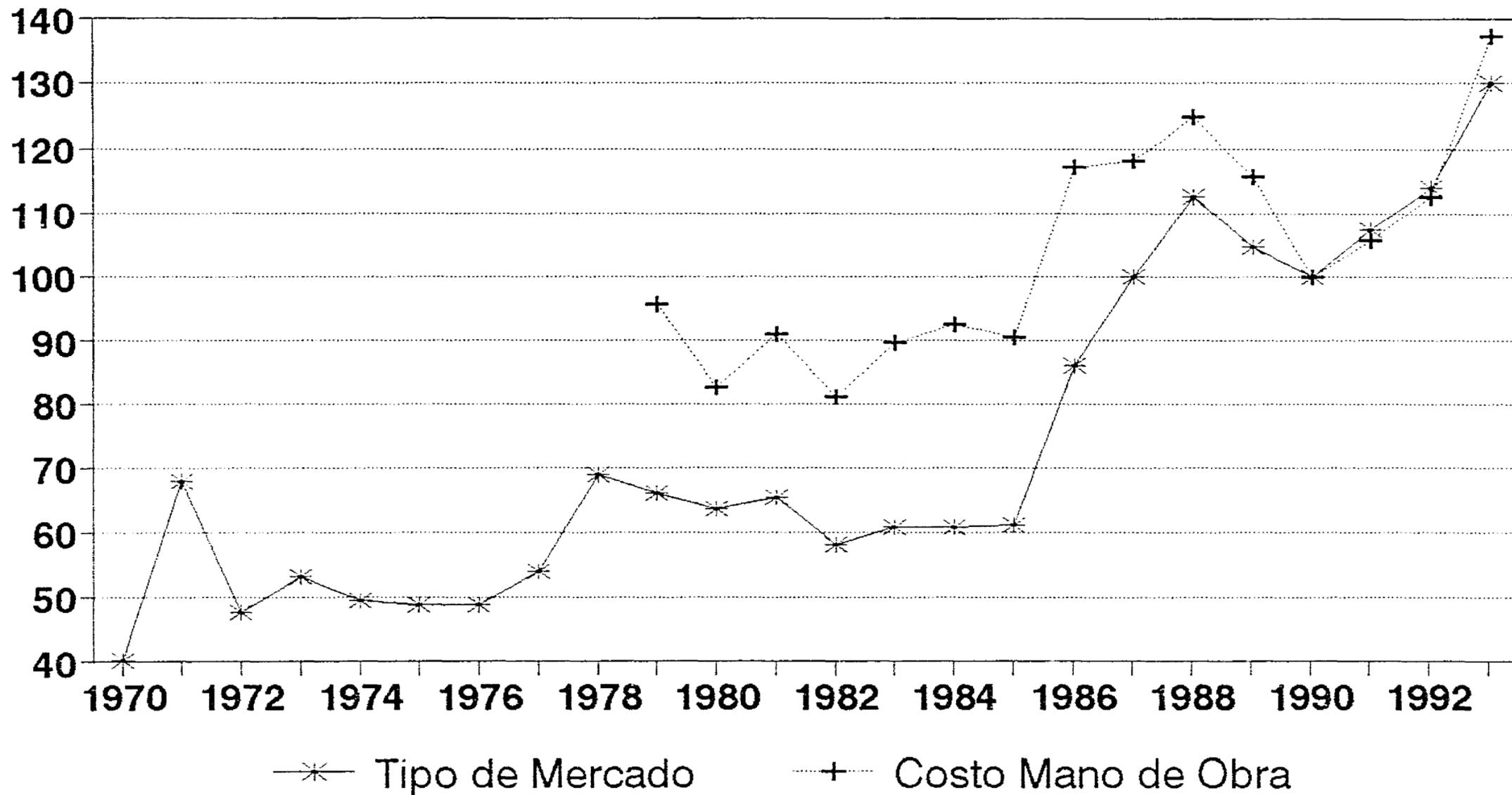


Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1994 y 1995.

Gráfica 20.2.1

Japón: Índice del Tipo de Cambio

Base 1990= 100

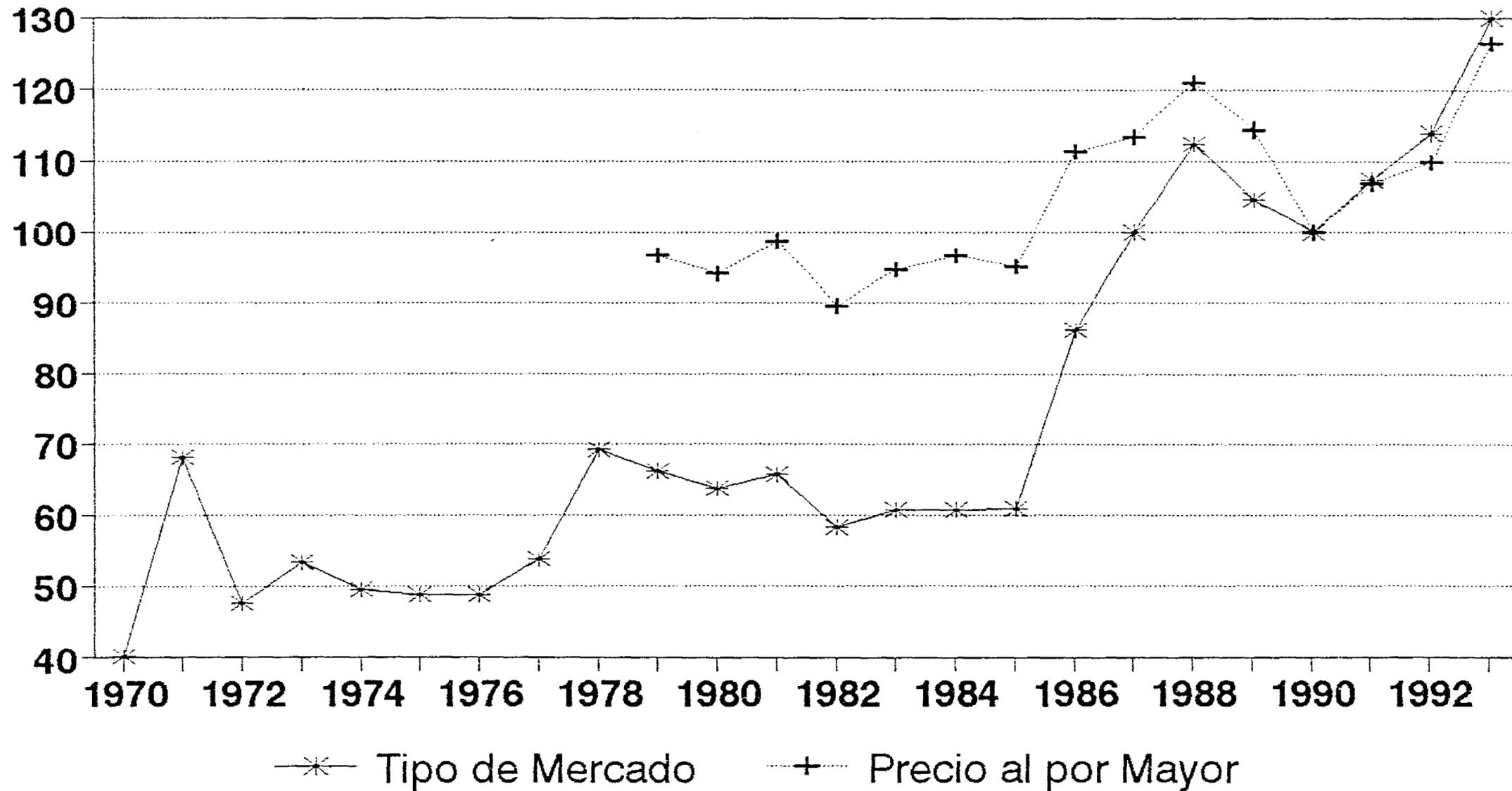


Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1994 y 1995.

Gráfica 20.2.2

Japón: Índice del Tipo de Cambio

Base 1990= 100

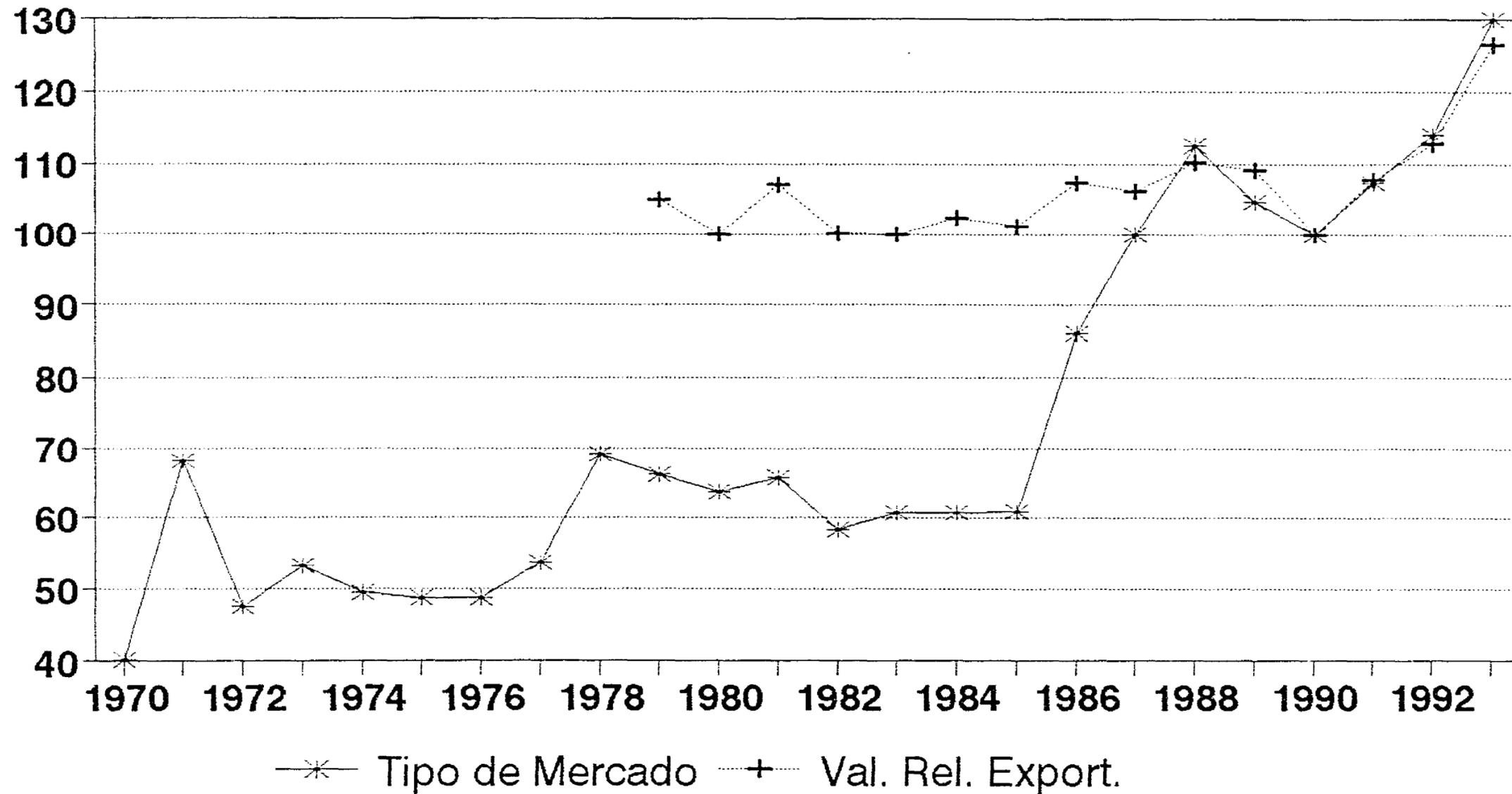


Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1994 y 1995.

Gráfica 20.2.3

Japón: Índice del Tipo de Cambio

Base 1990= 100

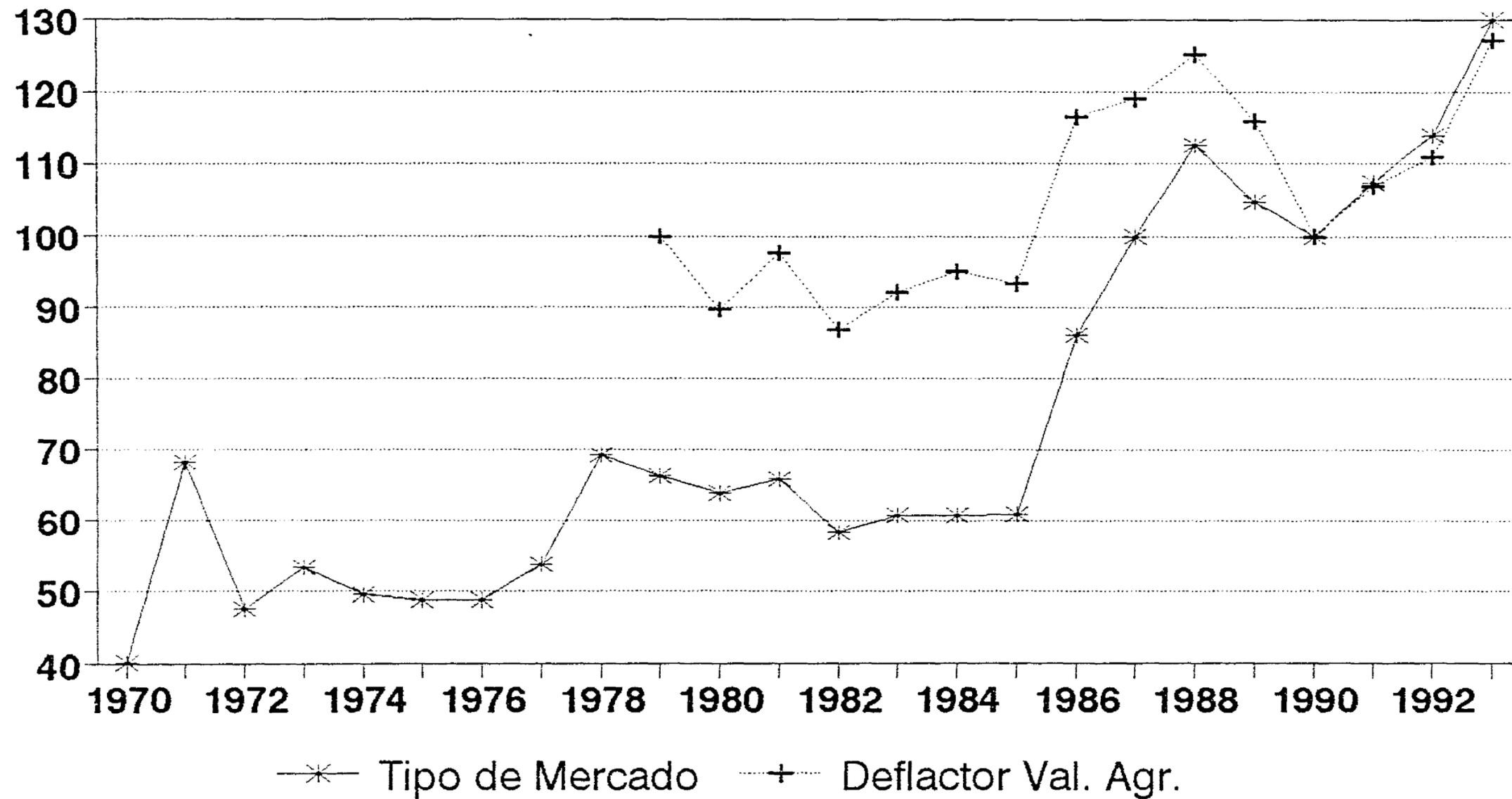


Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1994 y 1995.

Gráfica 20.2.4

Japón: Índice del Tipo de Cambio

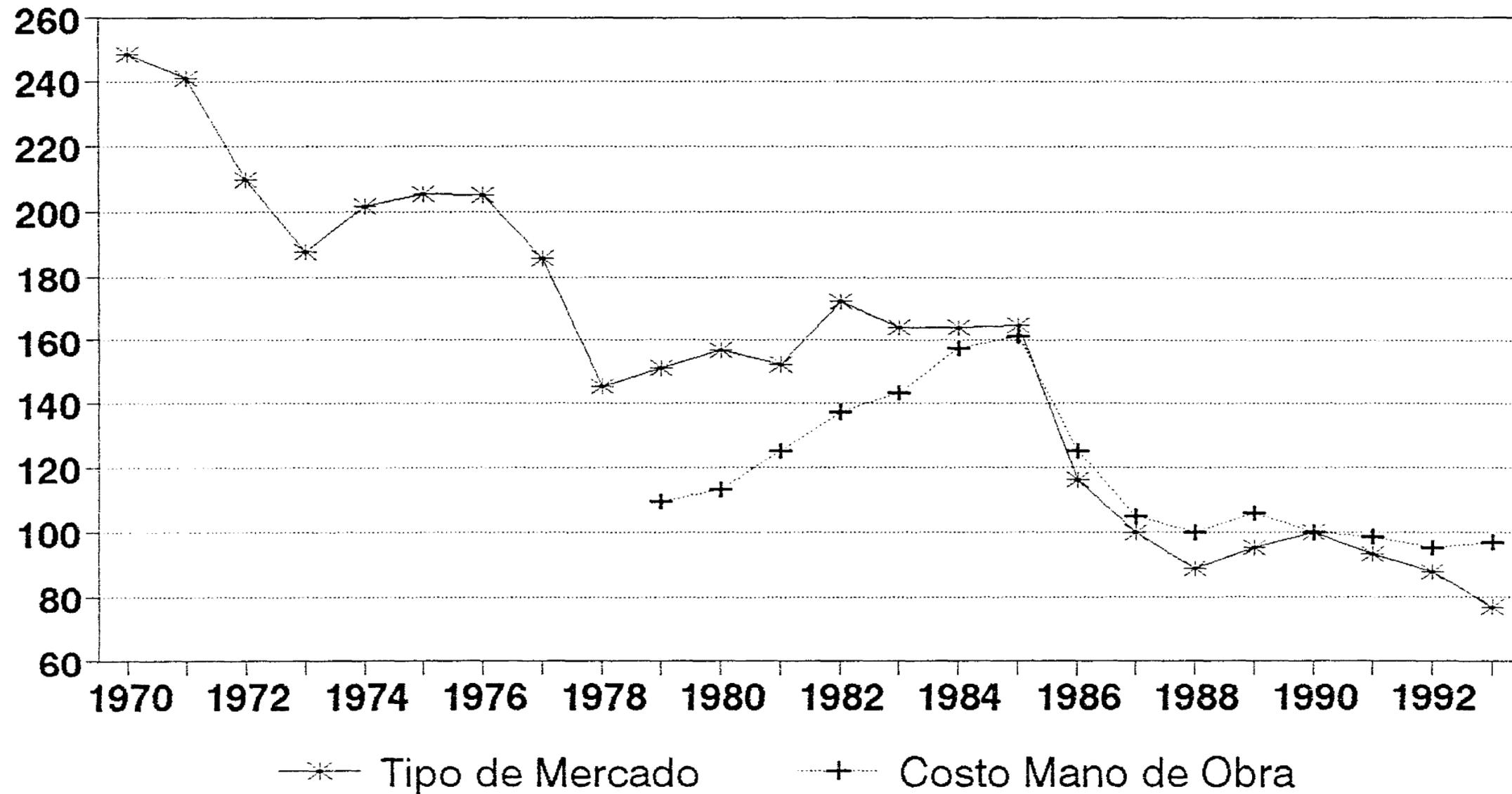
Base 1990= 100



Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1994 y 1995.

Gráfica 20.3.1

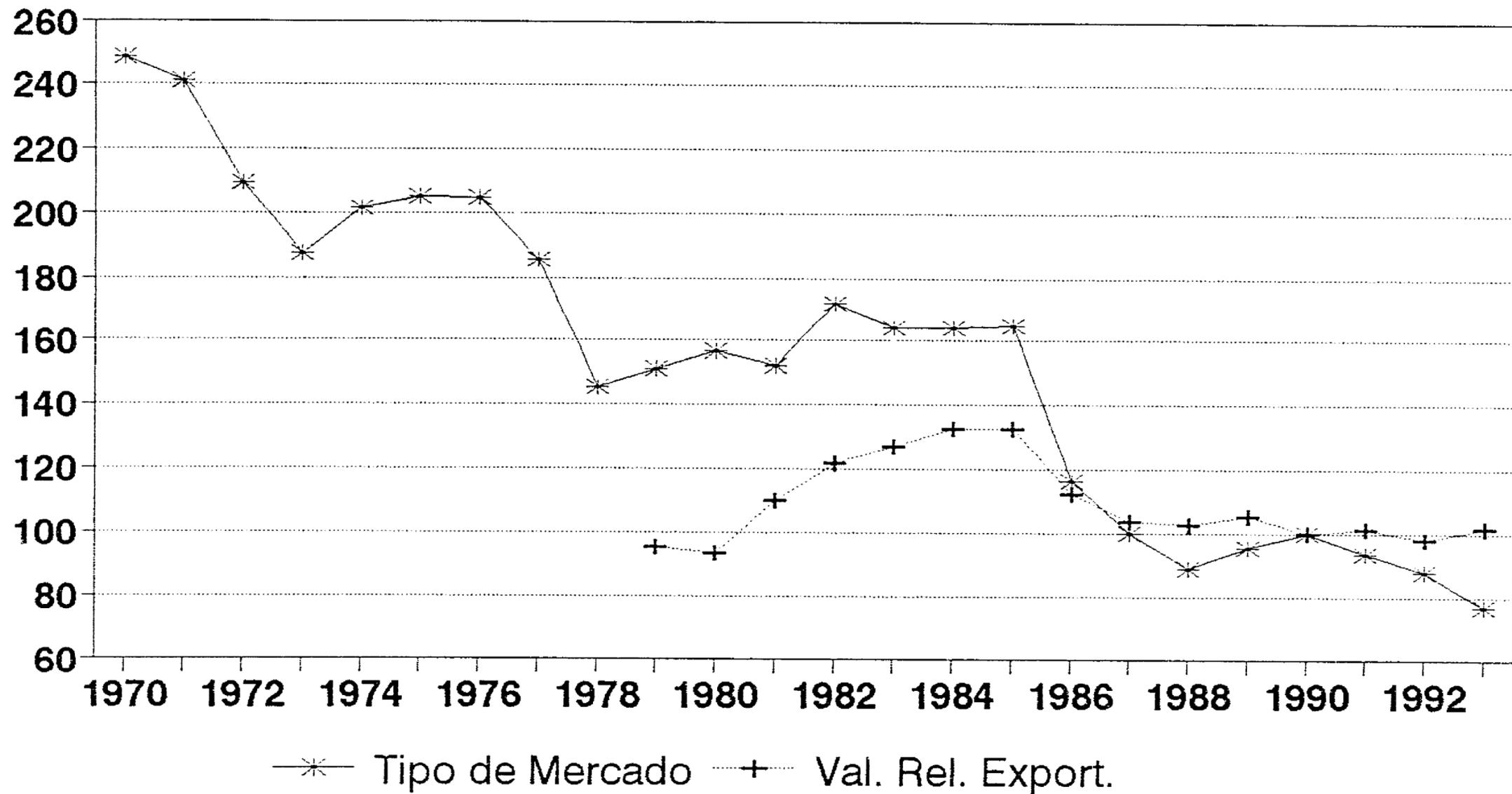
Índice del Tipo de Cambio del Dólar Frente al Yen, Base 1990 = 100.



Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1994 y 1995.

Gráfica 20.3.2

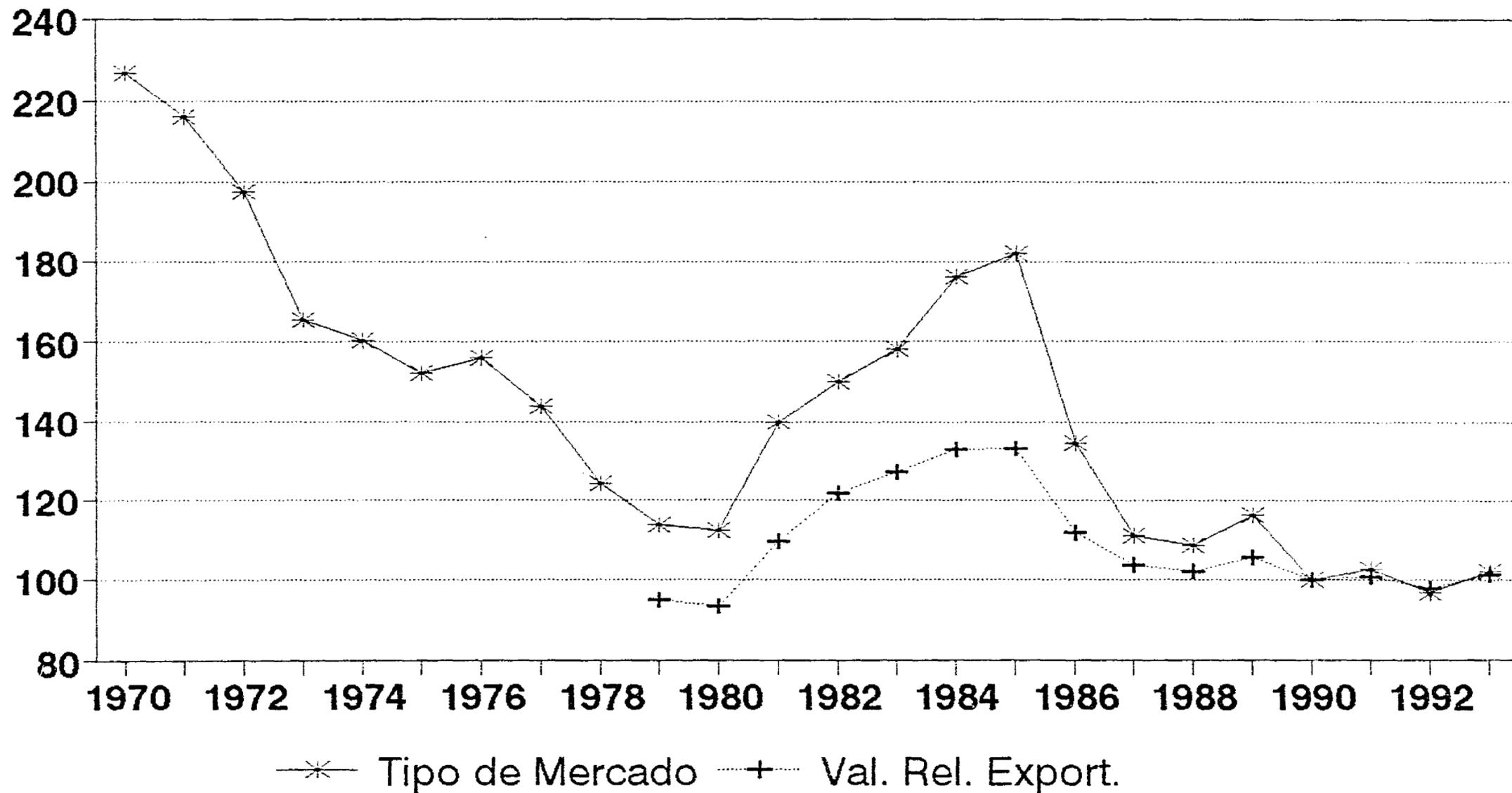
Índice del Tipo de Cambio del Dólar Frente al Yen, Base 1990 = 100.



Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1994 y 1995.

Gráfica 20.3.3

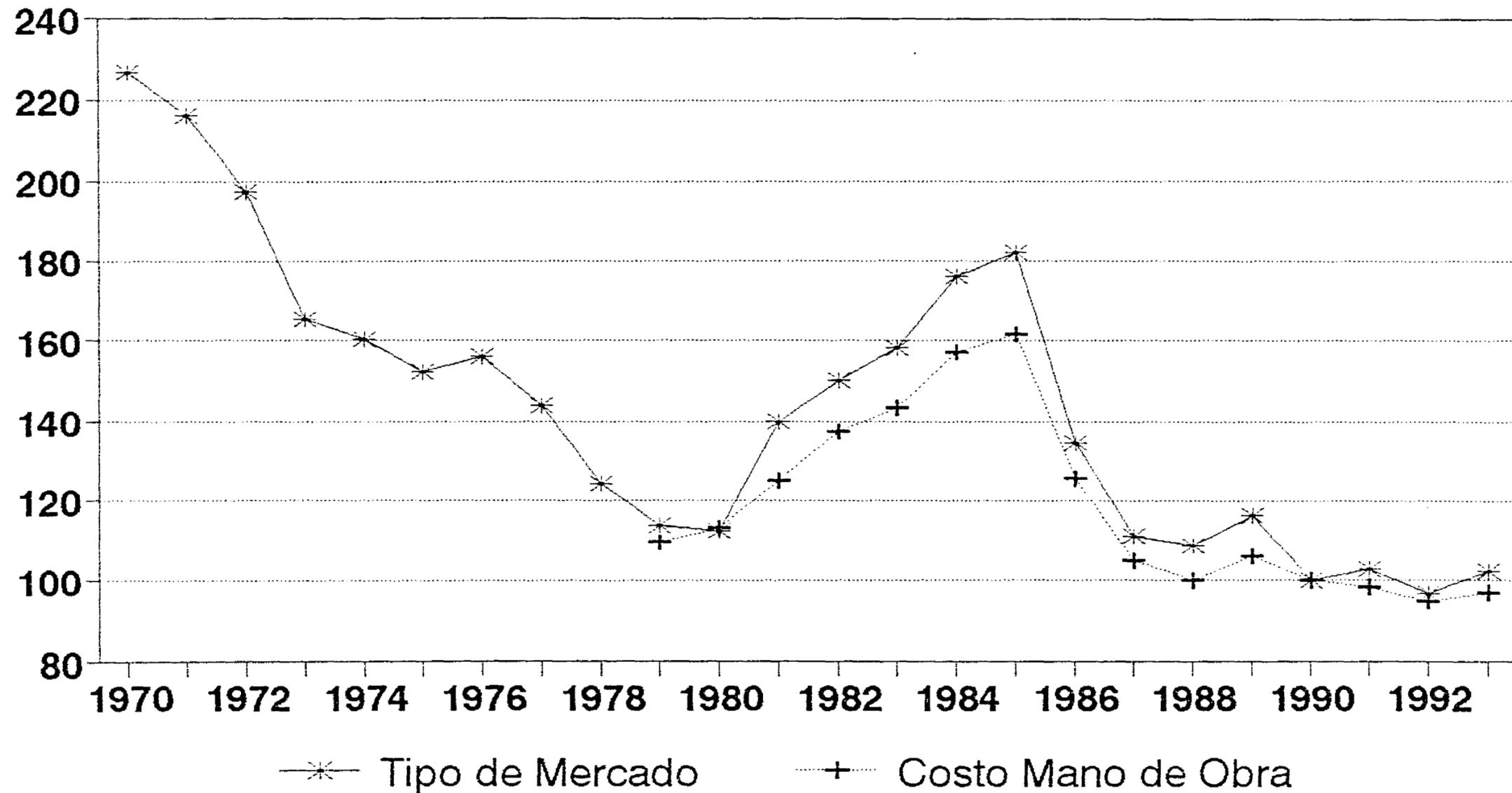
Índice del Tipo de Cambio del Dólar Frente al Marco, Base 1990 = 100.



Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1994 y 1995.

Gráfica 20.3.4

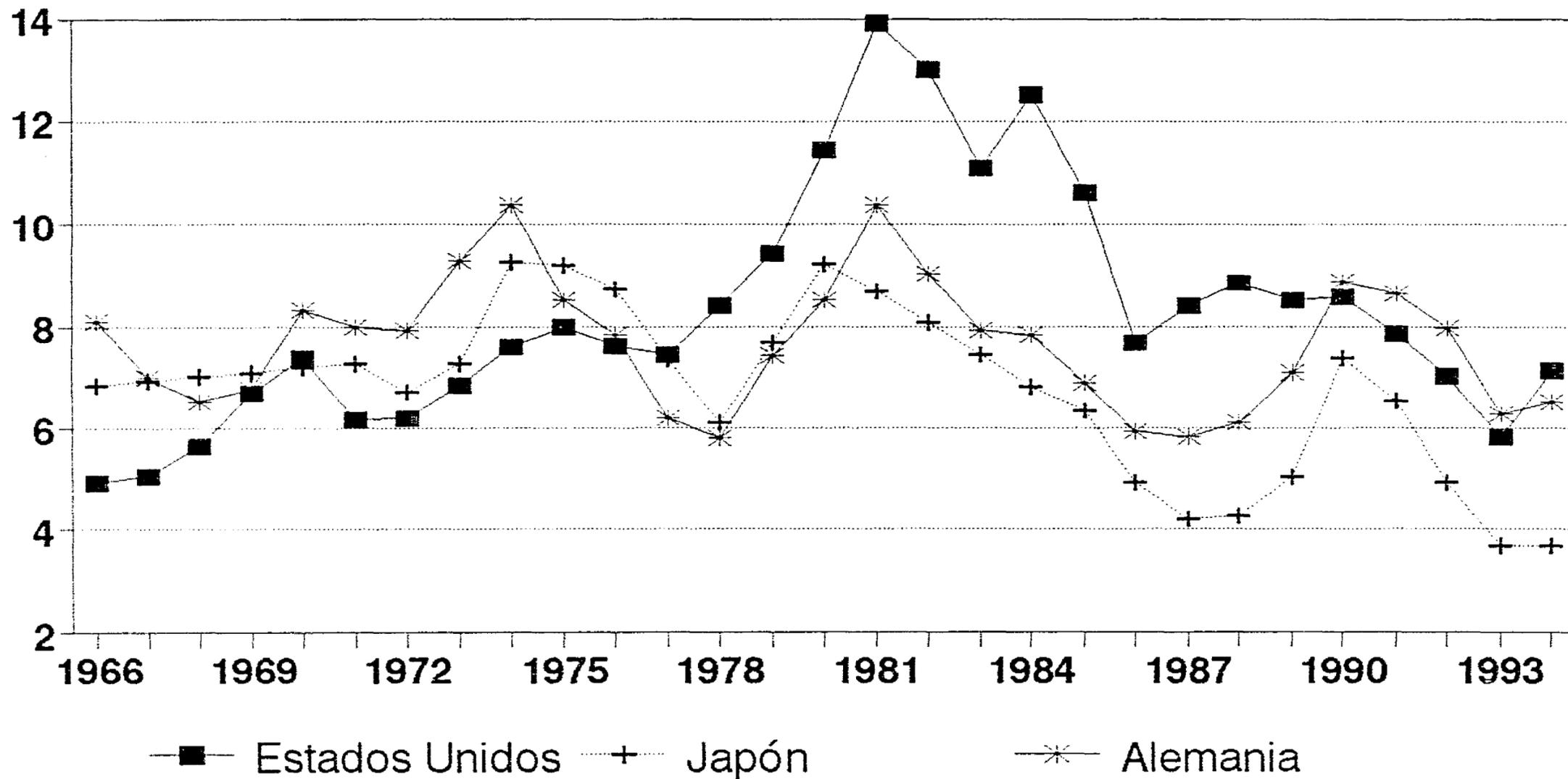
Índice del Tipo de Cambio del Dólar Frente al Marco, Base 1990 = 100.



Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1994 y 1995.

Gráfica 21

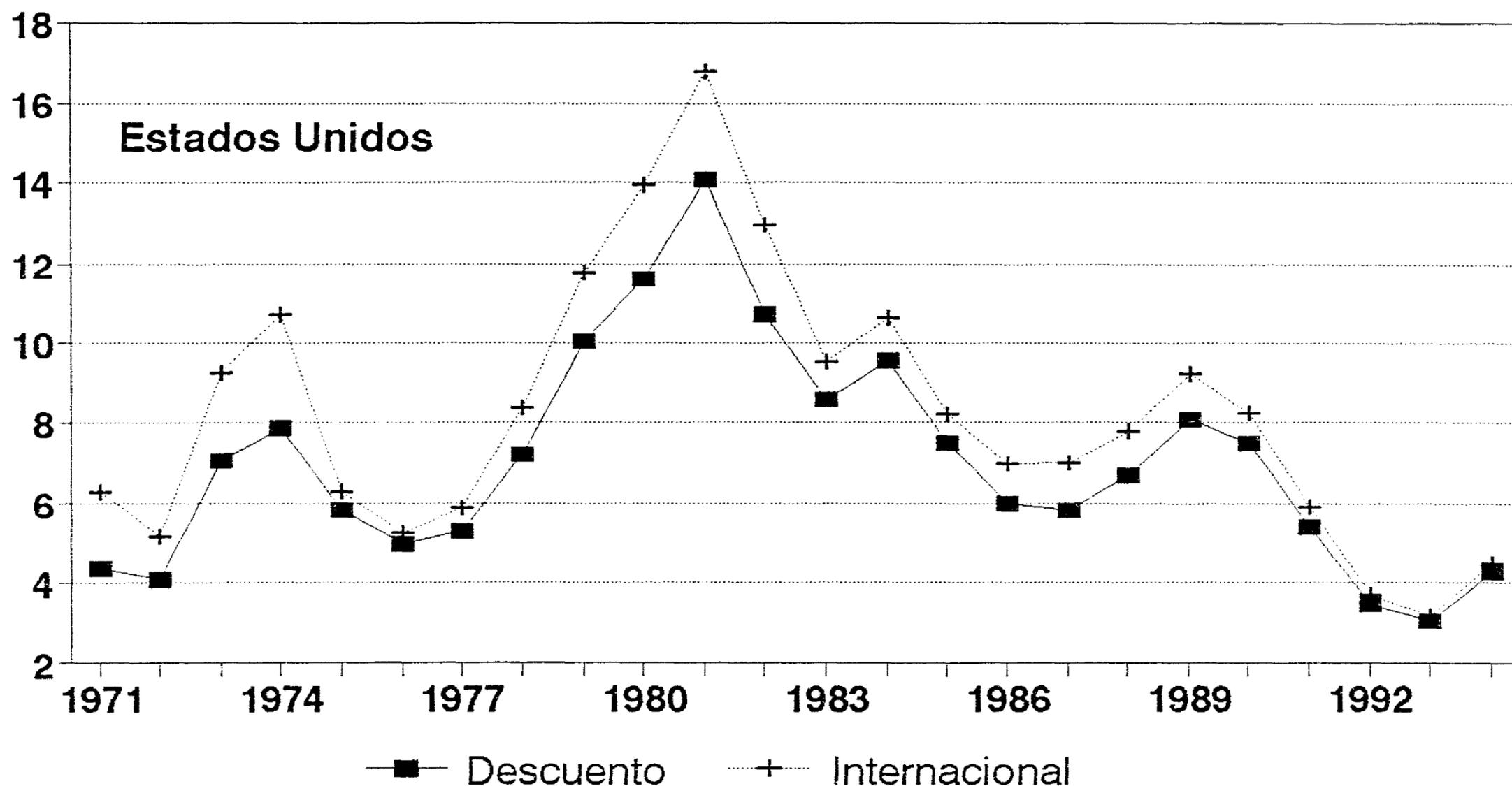
Tasas de interés de los Bonos del Estado, 1966-1994.



Fuente: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuarios 1986 y 1994; y octubre de 1995.

Gráfica 22

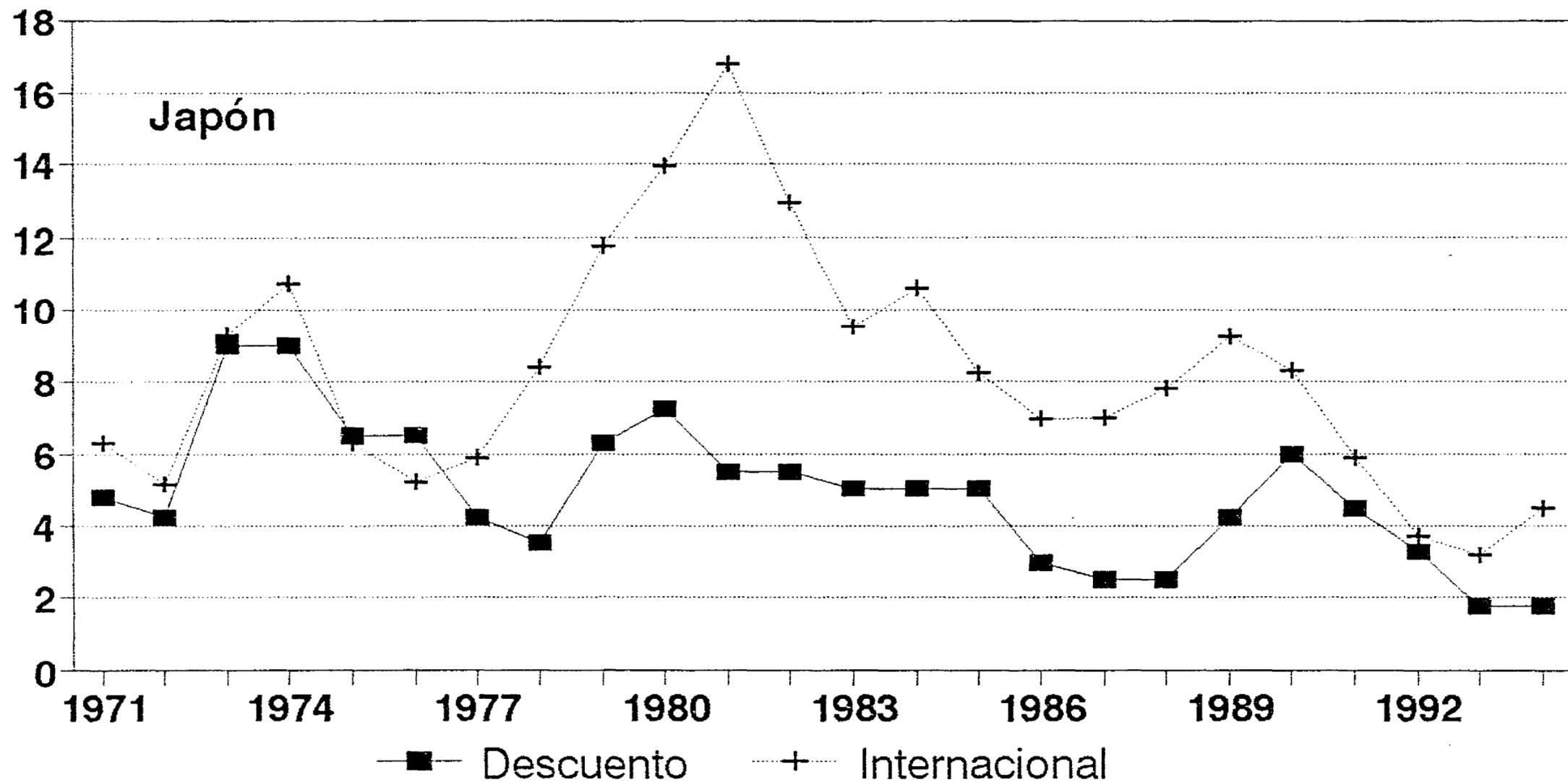
Tasa de descuento y tasa de oferta interbancaria internacional, 1971-1994.



Fuente: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuarios 1986 y 1994; y octubre de 1995.

Gráfica 24

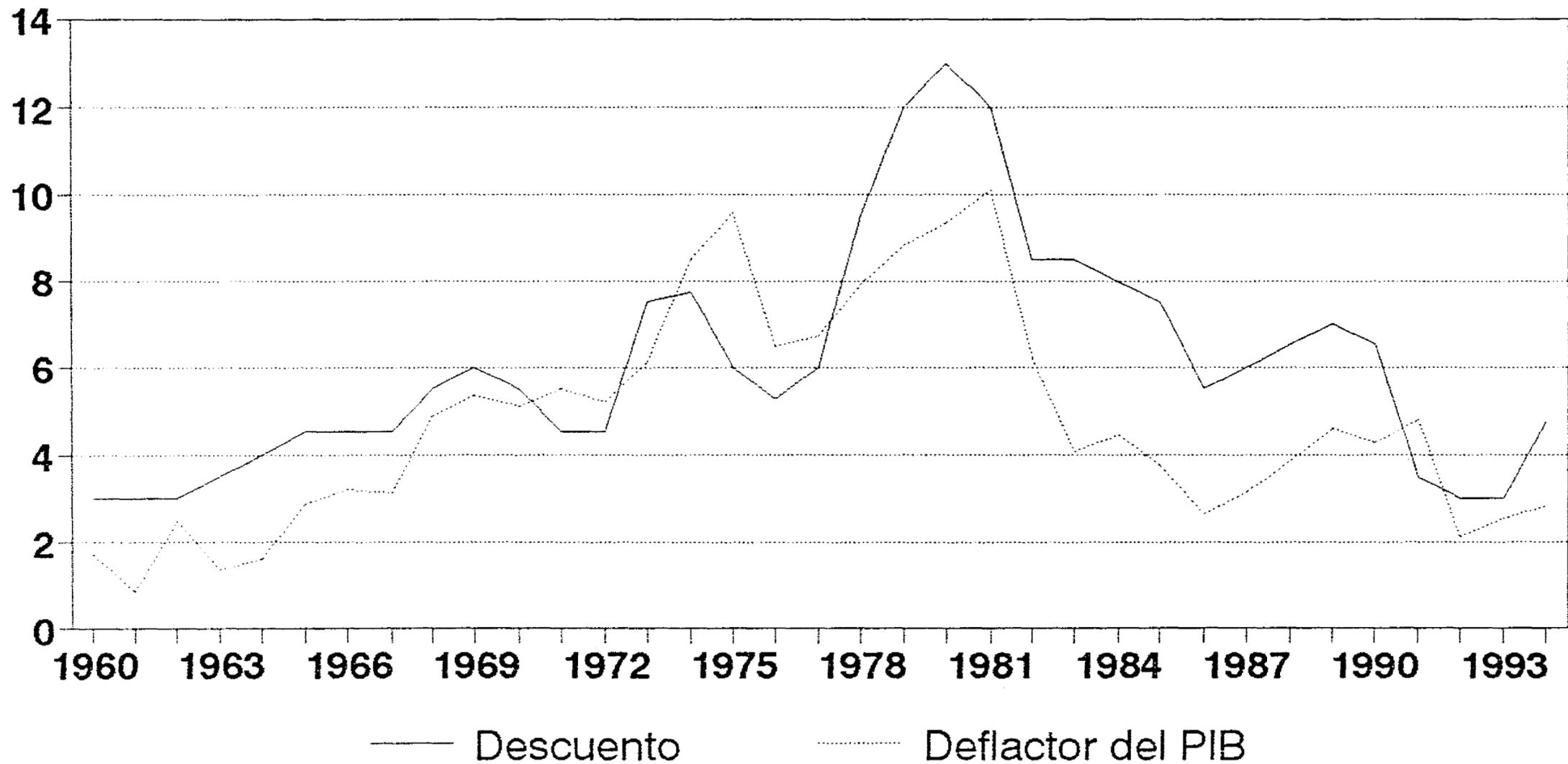
Tasa de descuento y tasa de oferta interbancaria internacional, 1971-1994.



Fuente: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuarios 1986 y 1994; y octubre de 1995.

Gráfica 25

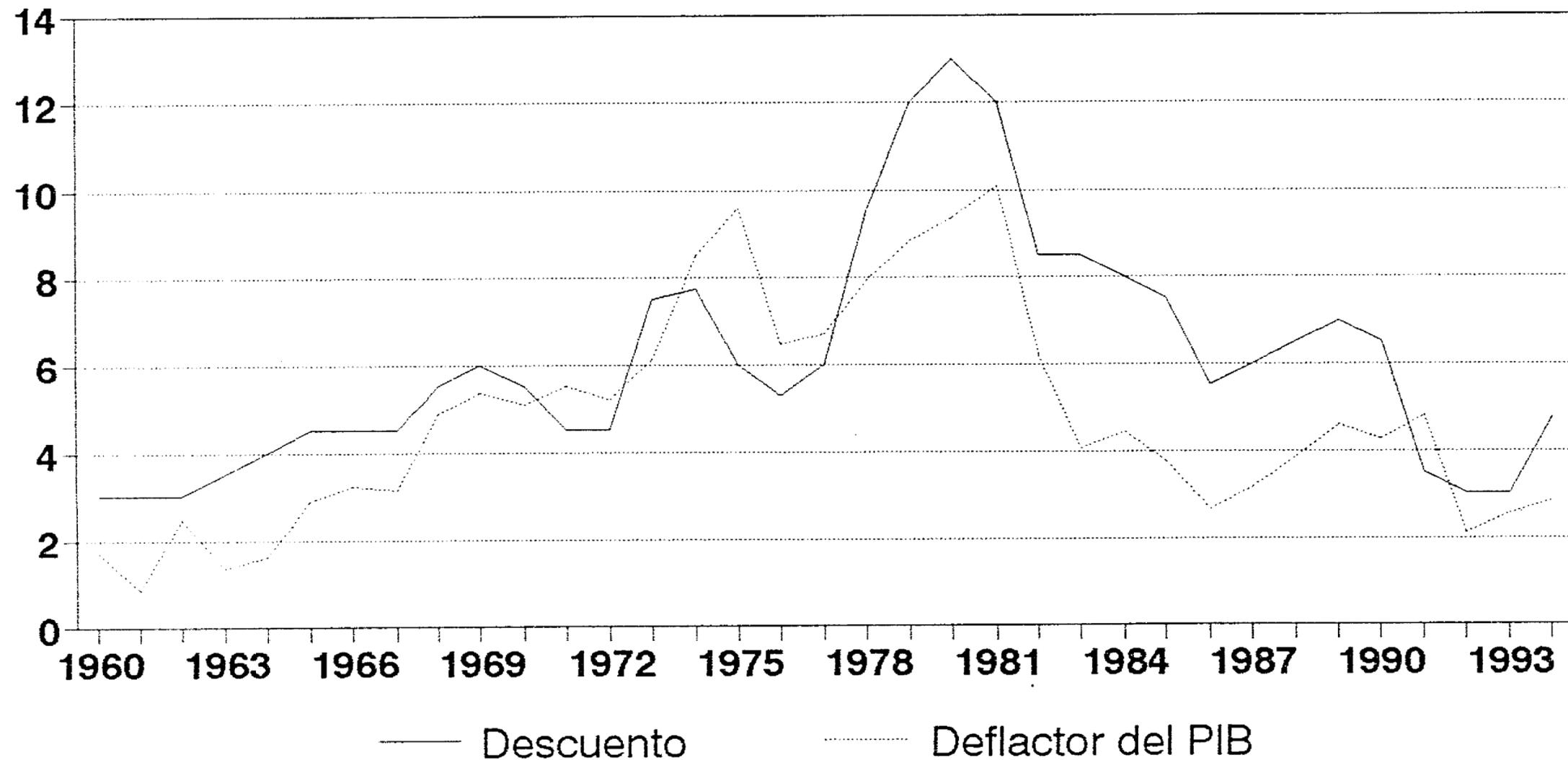
Tasa de descuento y deflactor del PIB de Estados Unidos, 1960-1994.



Fuente: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1986, 1994 y octubre de 1995.

Gráfica 25

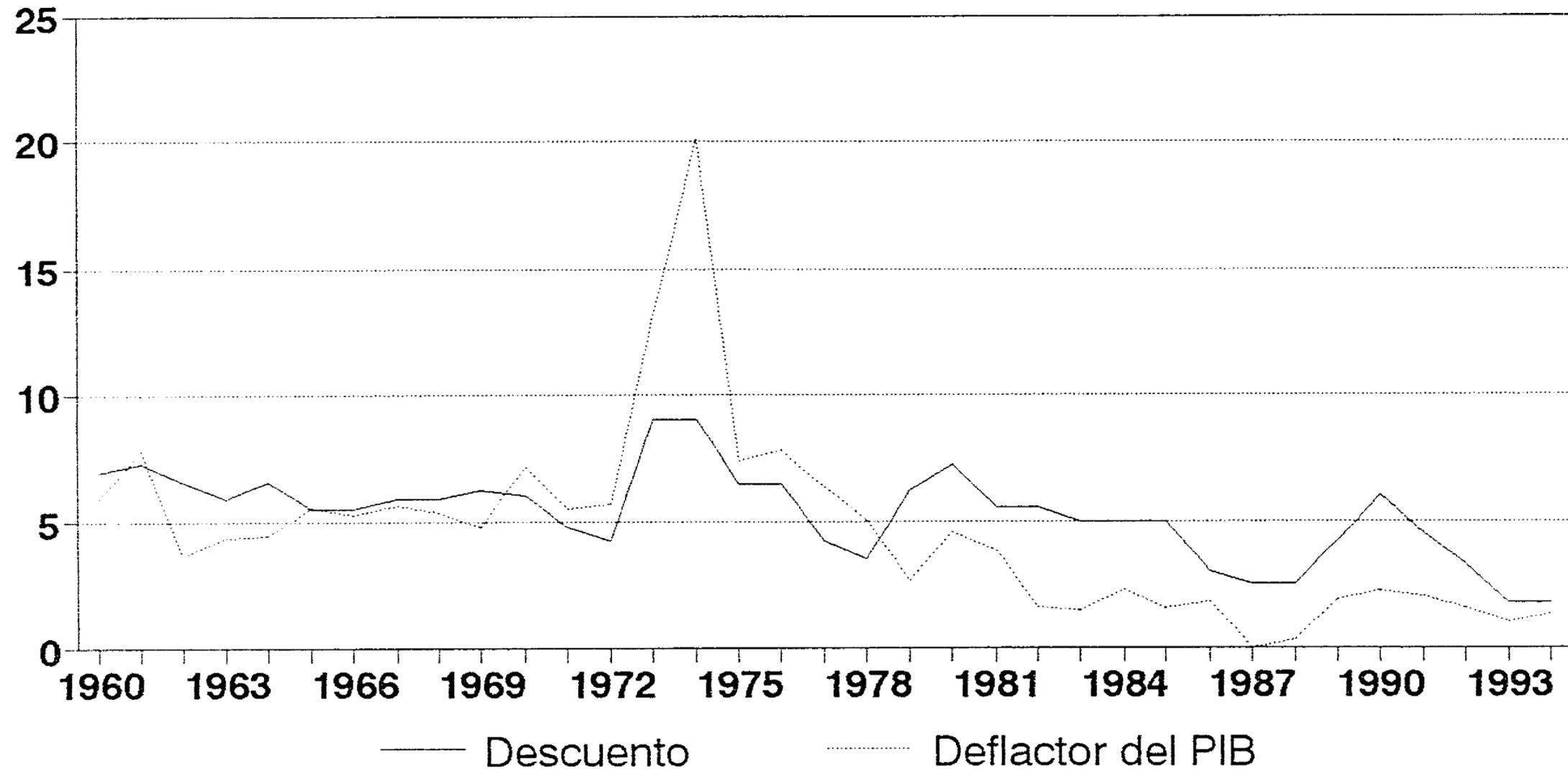
Tasa de descuento y deflactor del PIB de Estados Unidos, 1960-1994.



Fuente: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1986, 1994 y octubre de 1995.

Gráfica 26

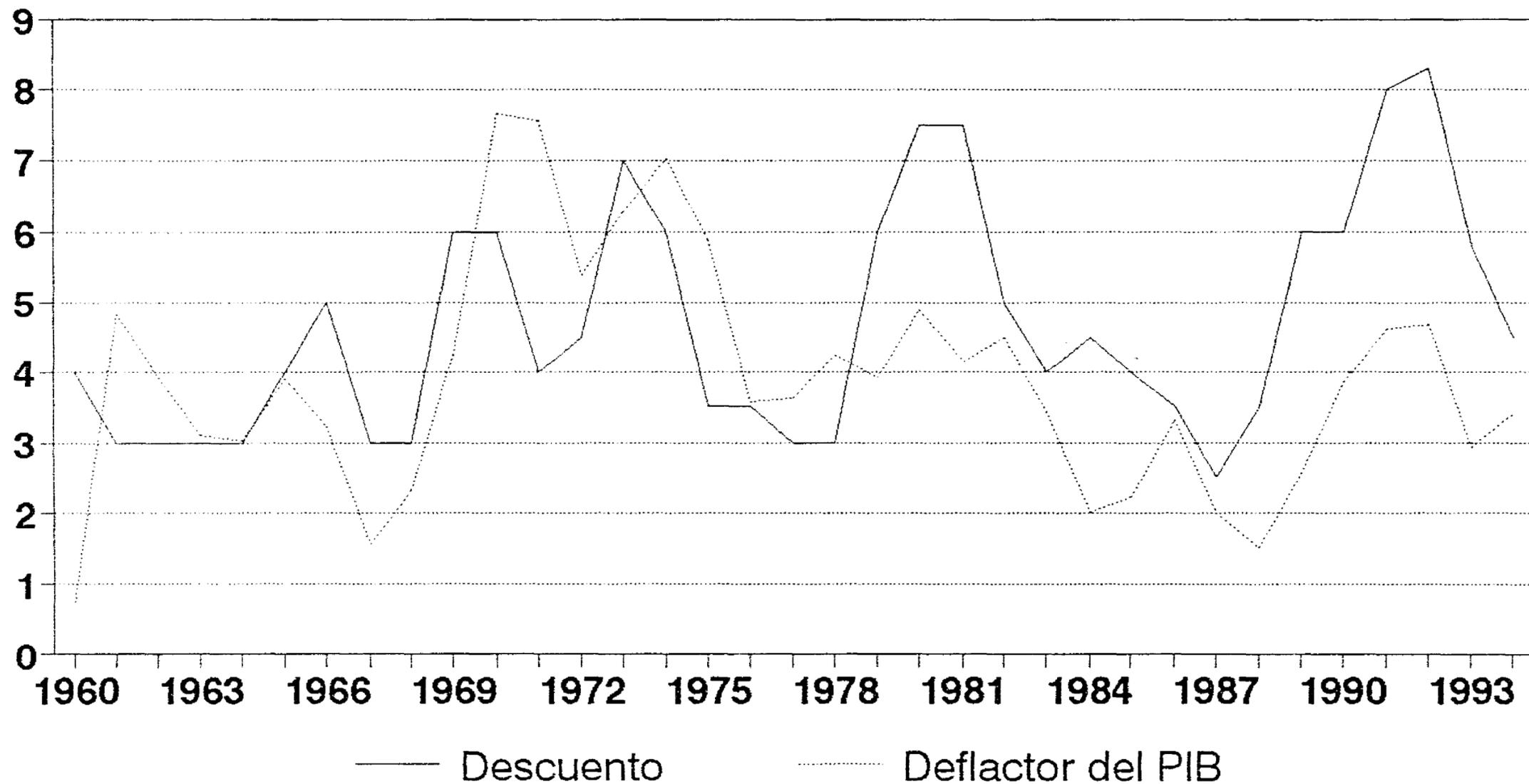
Tasa de descuento y deflactor del PIB de Japón, 1960-1994.



Fuente: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuarios 1986, 1994 y octubre de 1995.

Gráfica 27

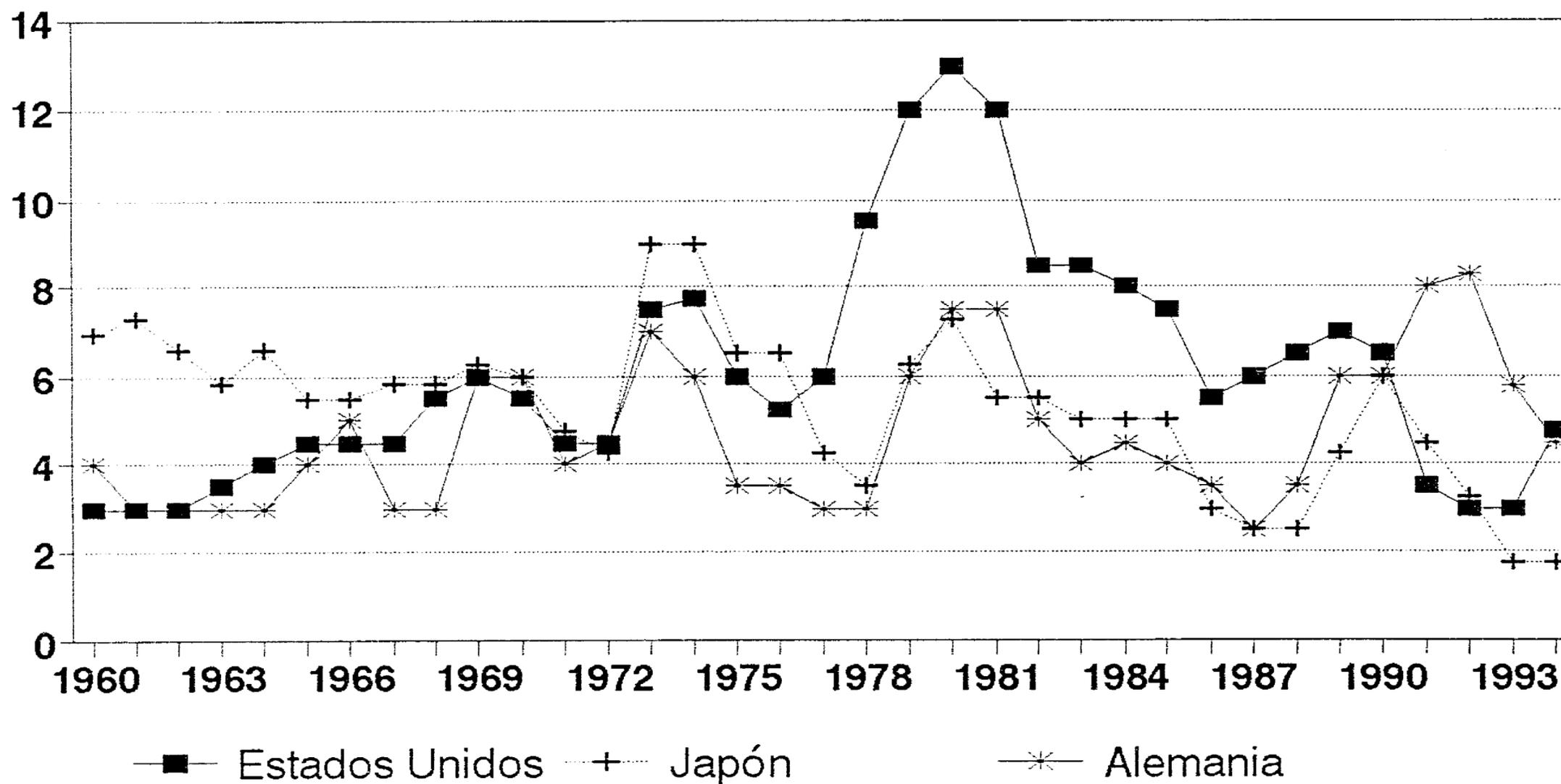
Tasa de descuento y deflactor del PIB de Alemania, 1960-1994.



Fuente: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuarios 1986, 1994 y octubre de 1995.

Gráfica 28

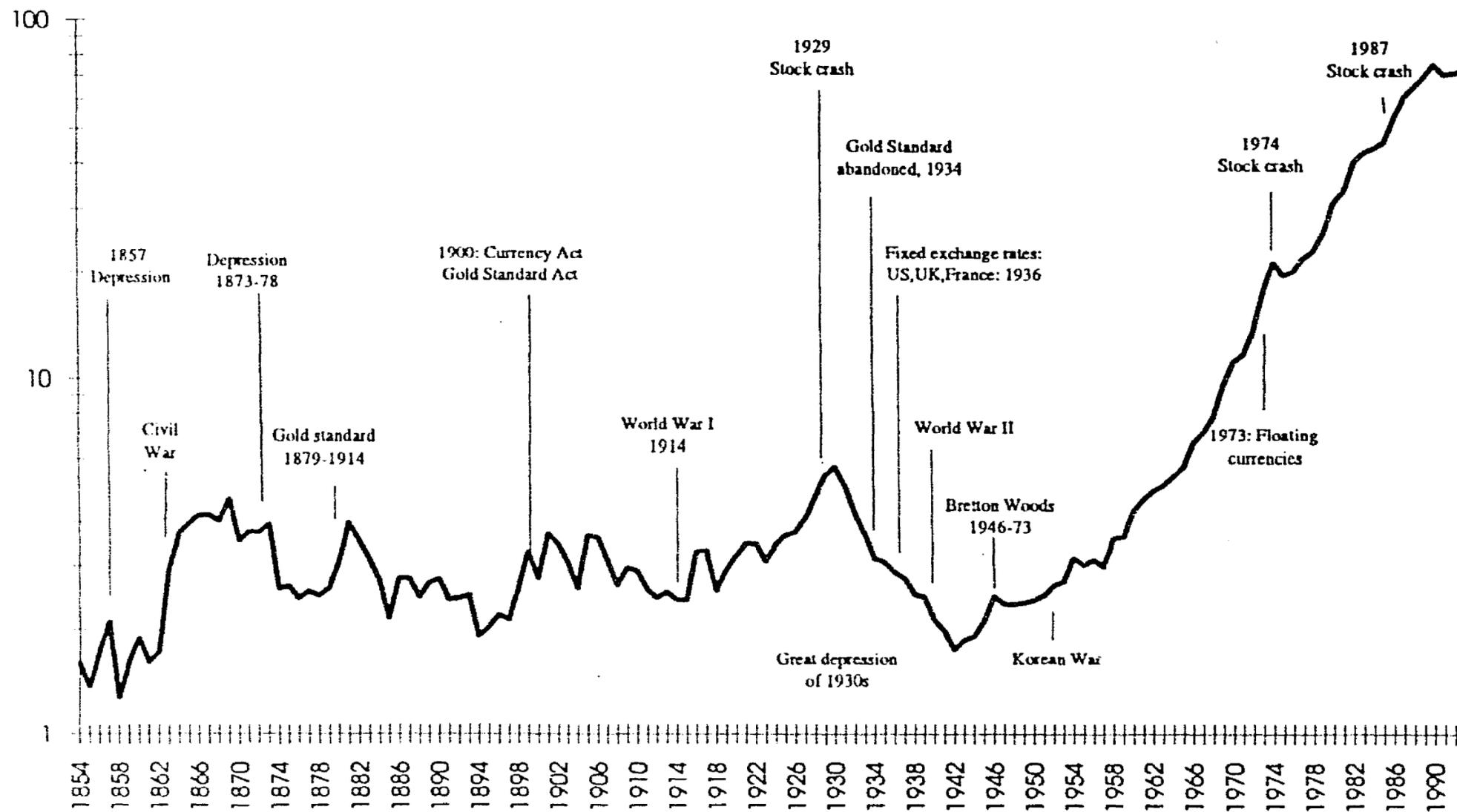
Tasas de Descuento 1960-1994 (porcentajes)



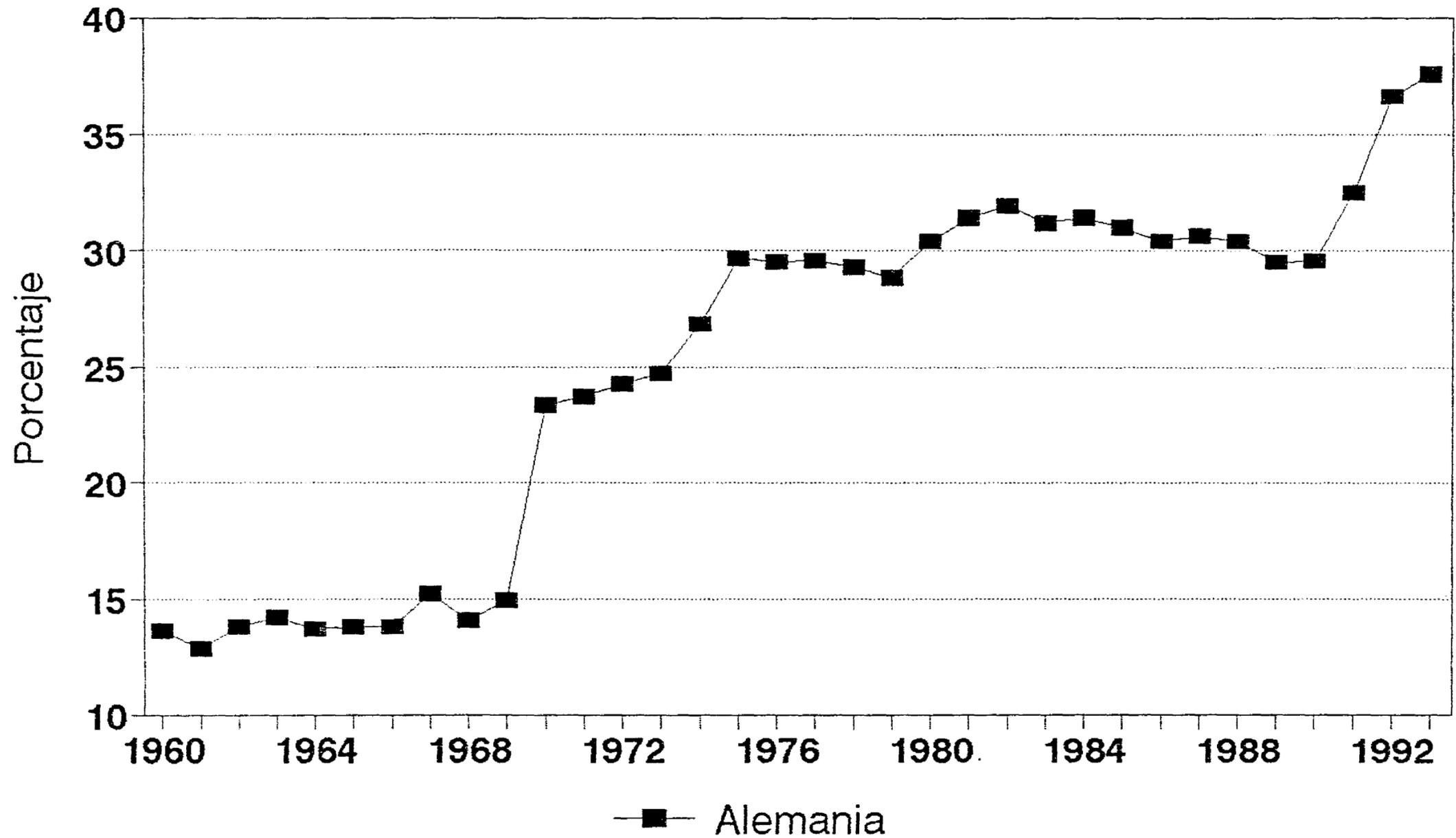
Fuente: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuarios 1986 y 1994; y octubre de 1995.

Gráfica 29

U.S. Payments Volume/GNP: 1854-1993 (log scale)

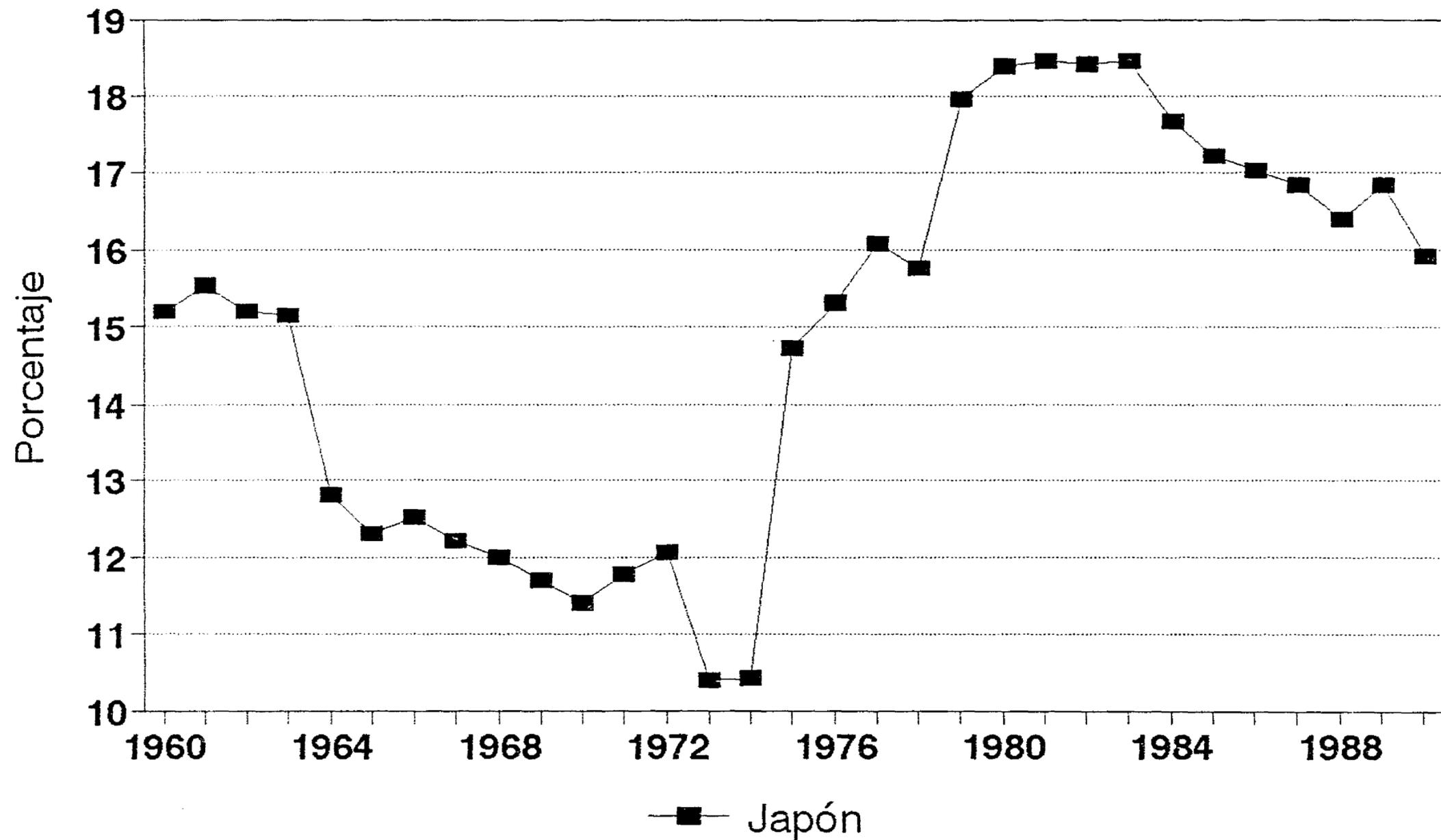


Gráfica 30.1
Gasto Público/PIB



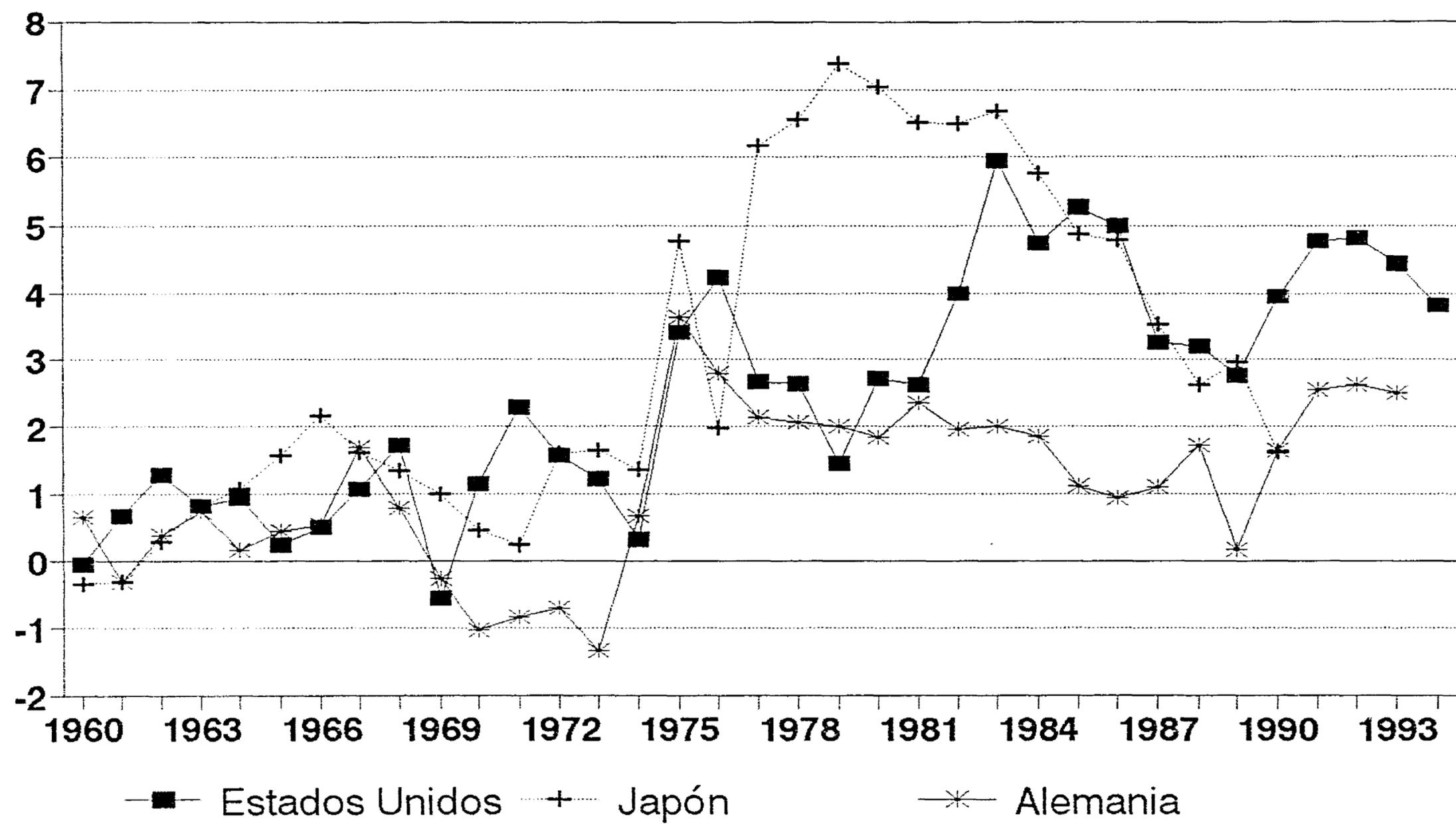
Fuente: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1994 y 1995.

Gráfica 30.3
Gasto Público/PIB



Fuente: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1994 y 1995.

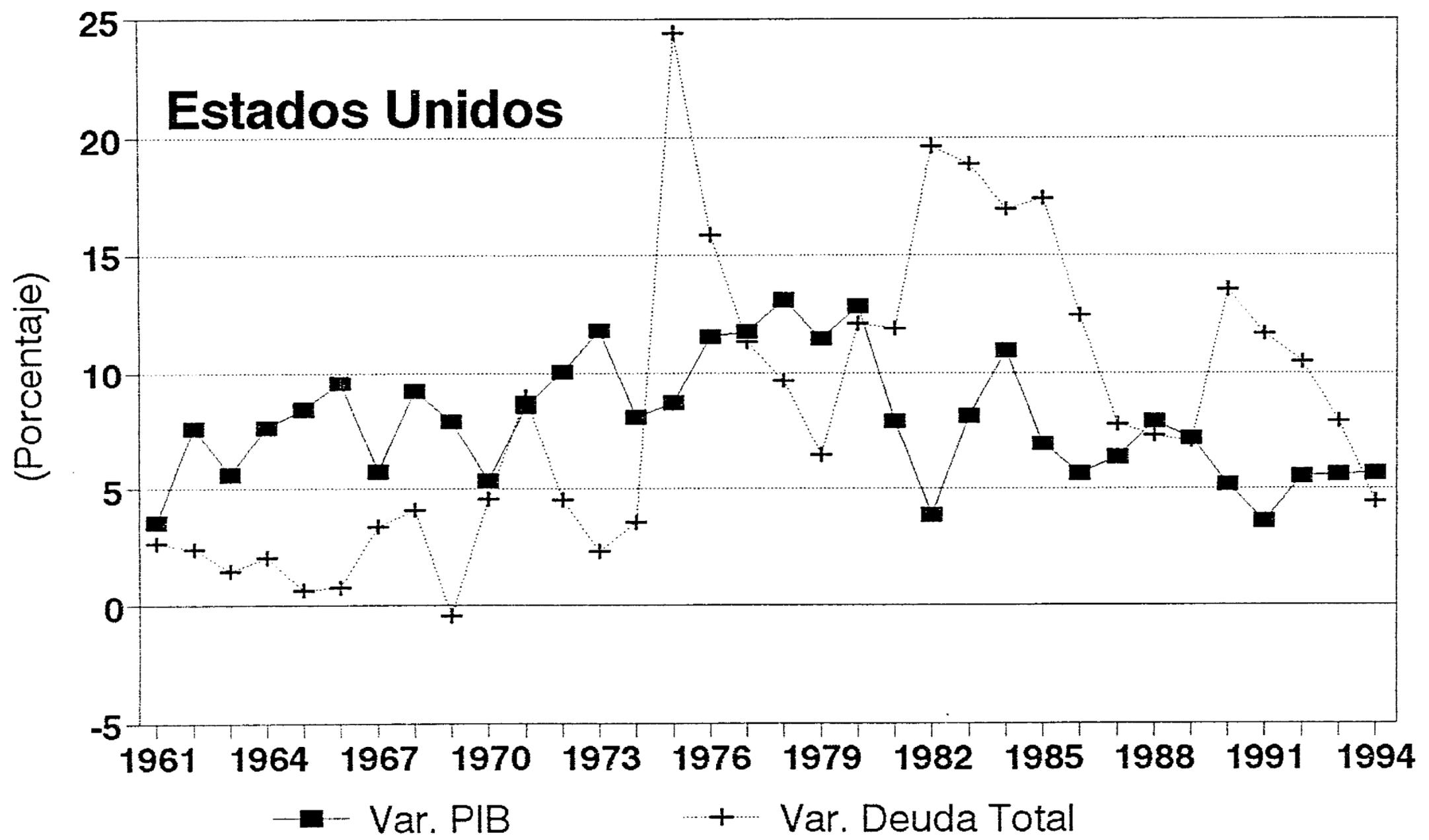
Gráfica 31
Déficit Público como parte del PIB.



Fuente: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1986, 1994 y 1995.

Gráfica 32.1

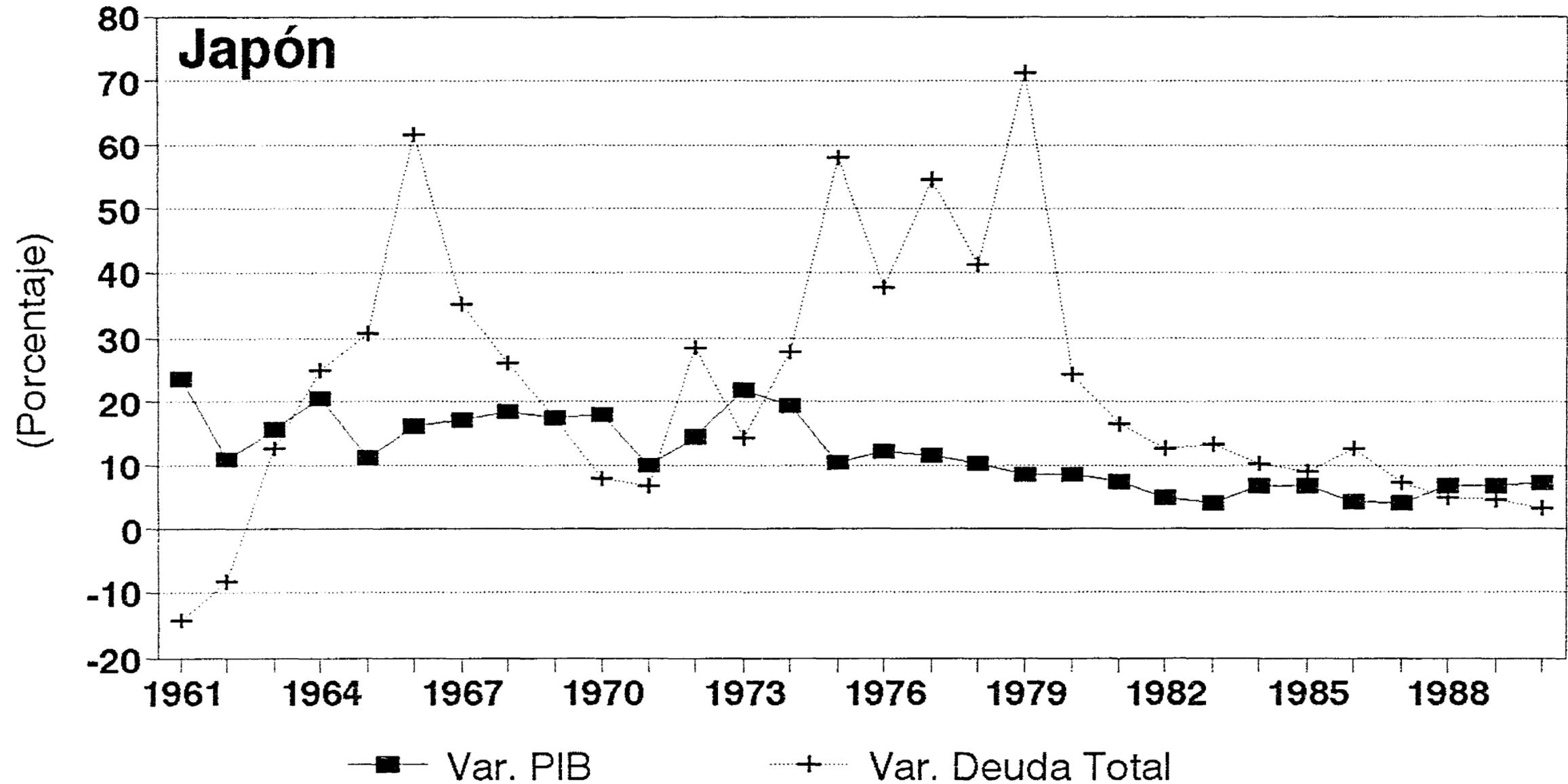
Variación de la Deuda Total y del PIB



Fuente: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1994 y octubre de 1995.

Gráfica 32.2

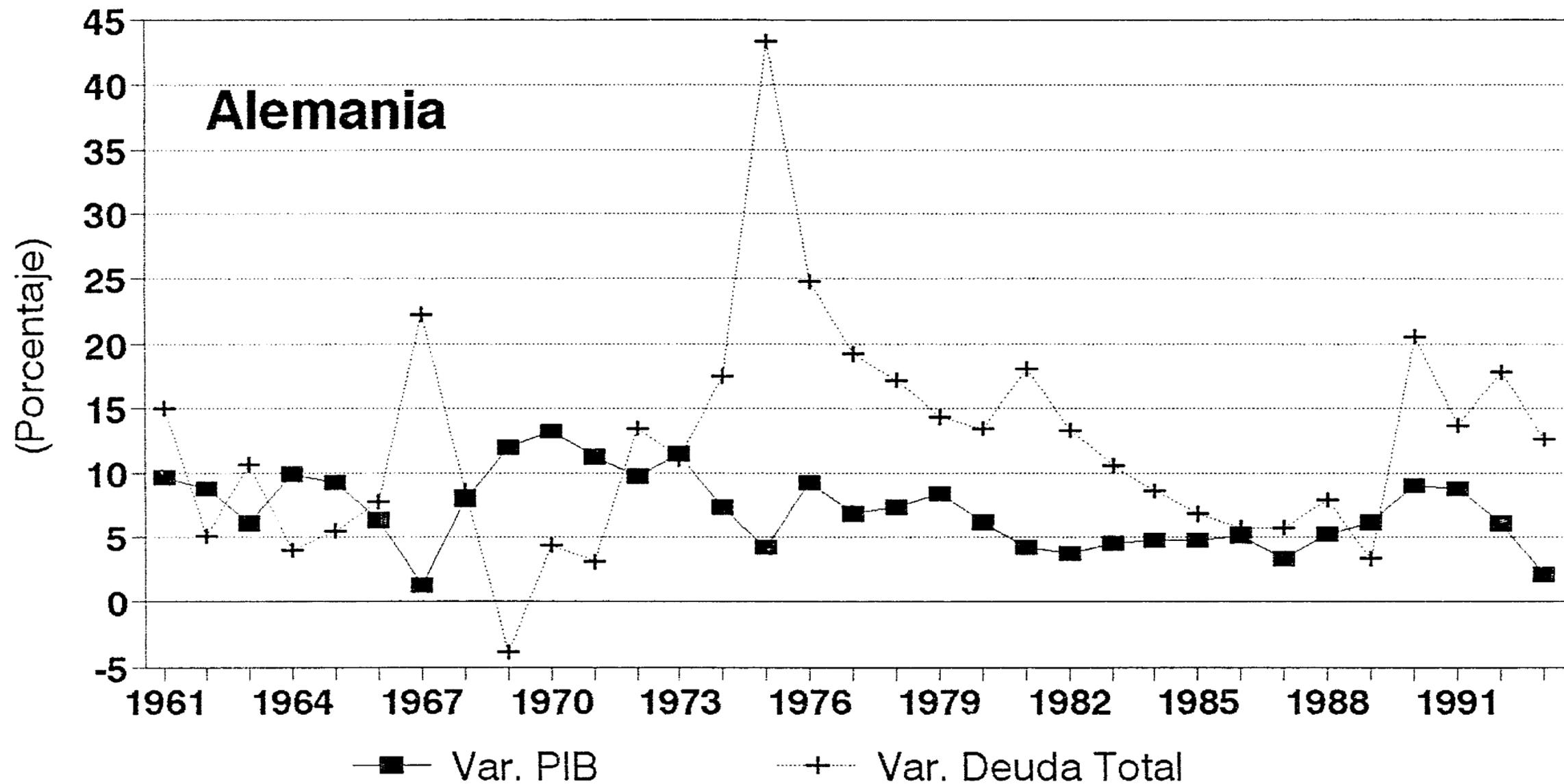
Variación de la Deuda Total y del PIB



Fuente: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1994 y octubre de 1995.

Gráfica 32.3

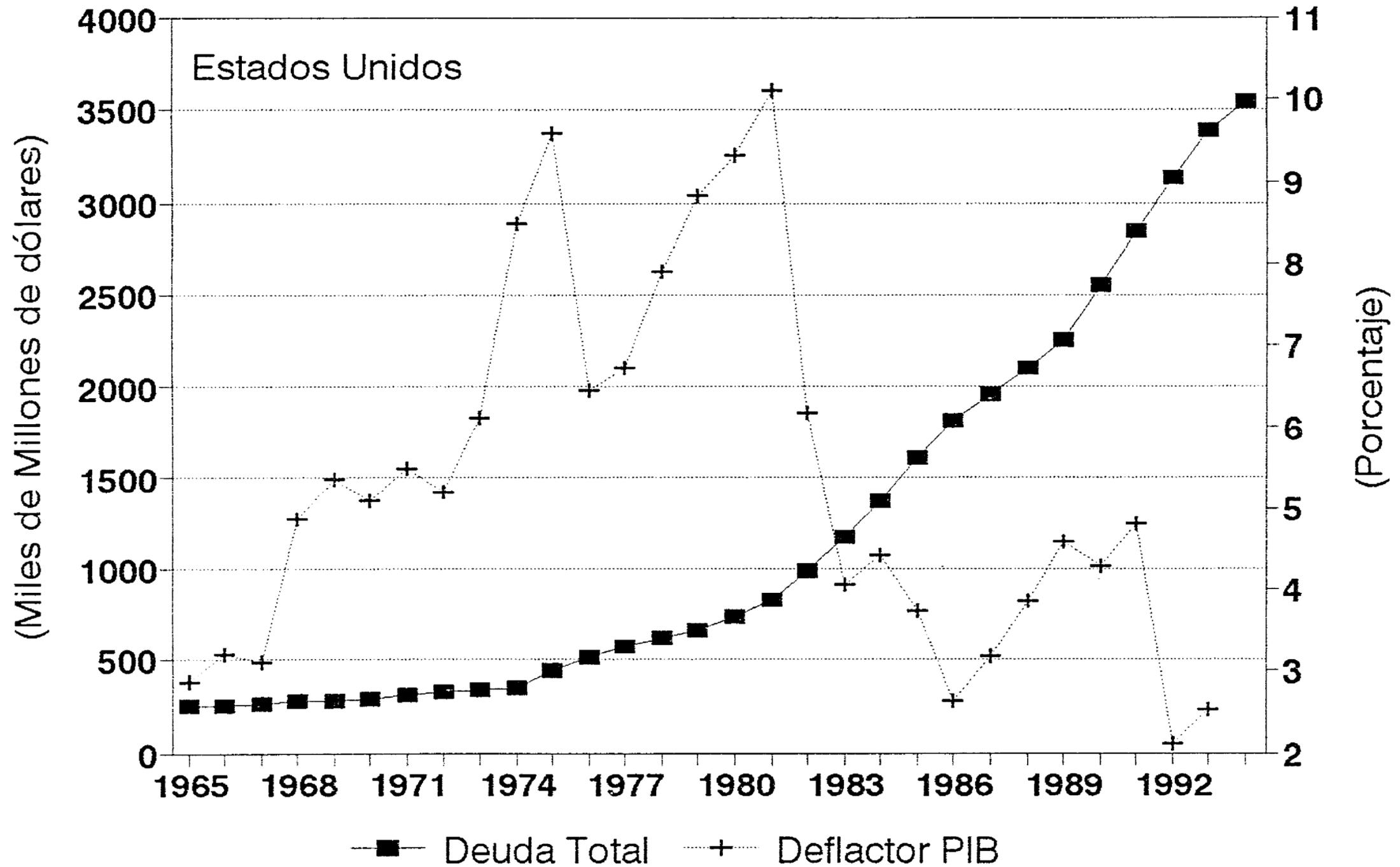
Variación de la Deuda Total y del PIB



Fuente: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1994 y octubre de 1995..

Gráfica 33.1

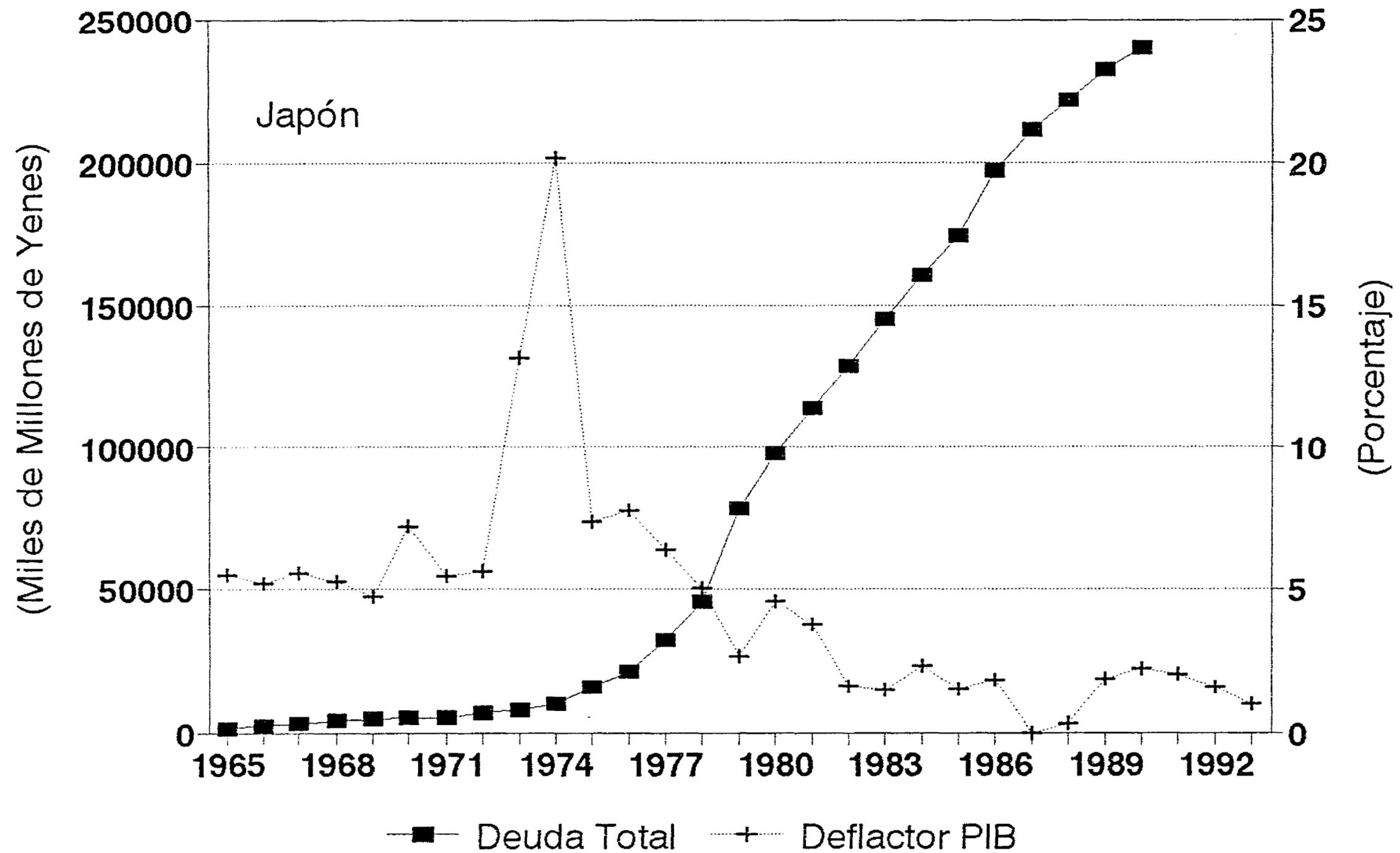
Deuda Total y Deflactor del PIB



Fuente: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1994 y octubre de 1995.

Gráfica 33.2

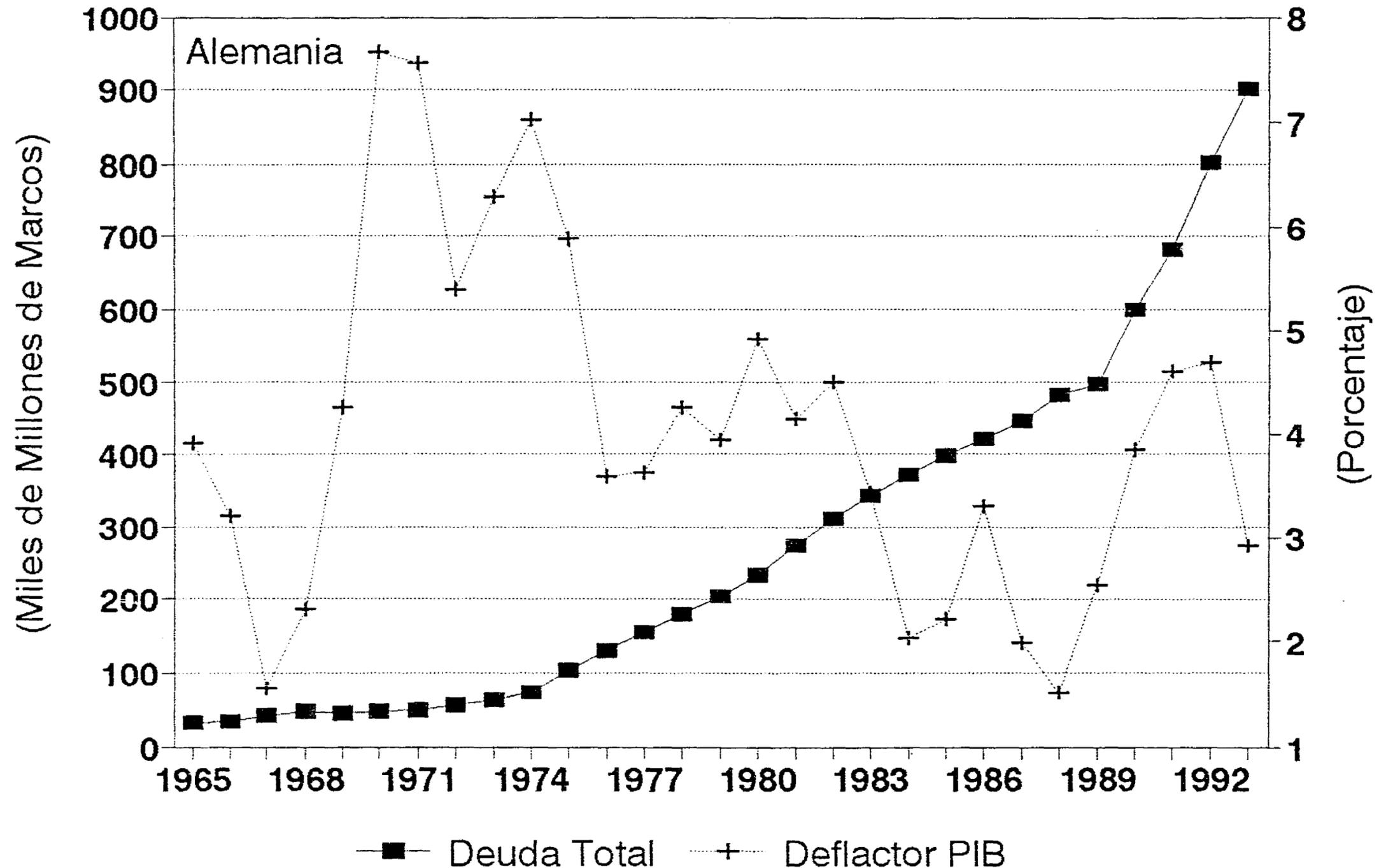
Deuda Total y Deflactor del PIB



Fuente: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1994 y octubre de 1995.

Gráfica 33.3

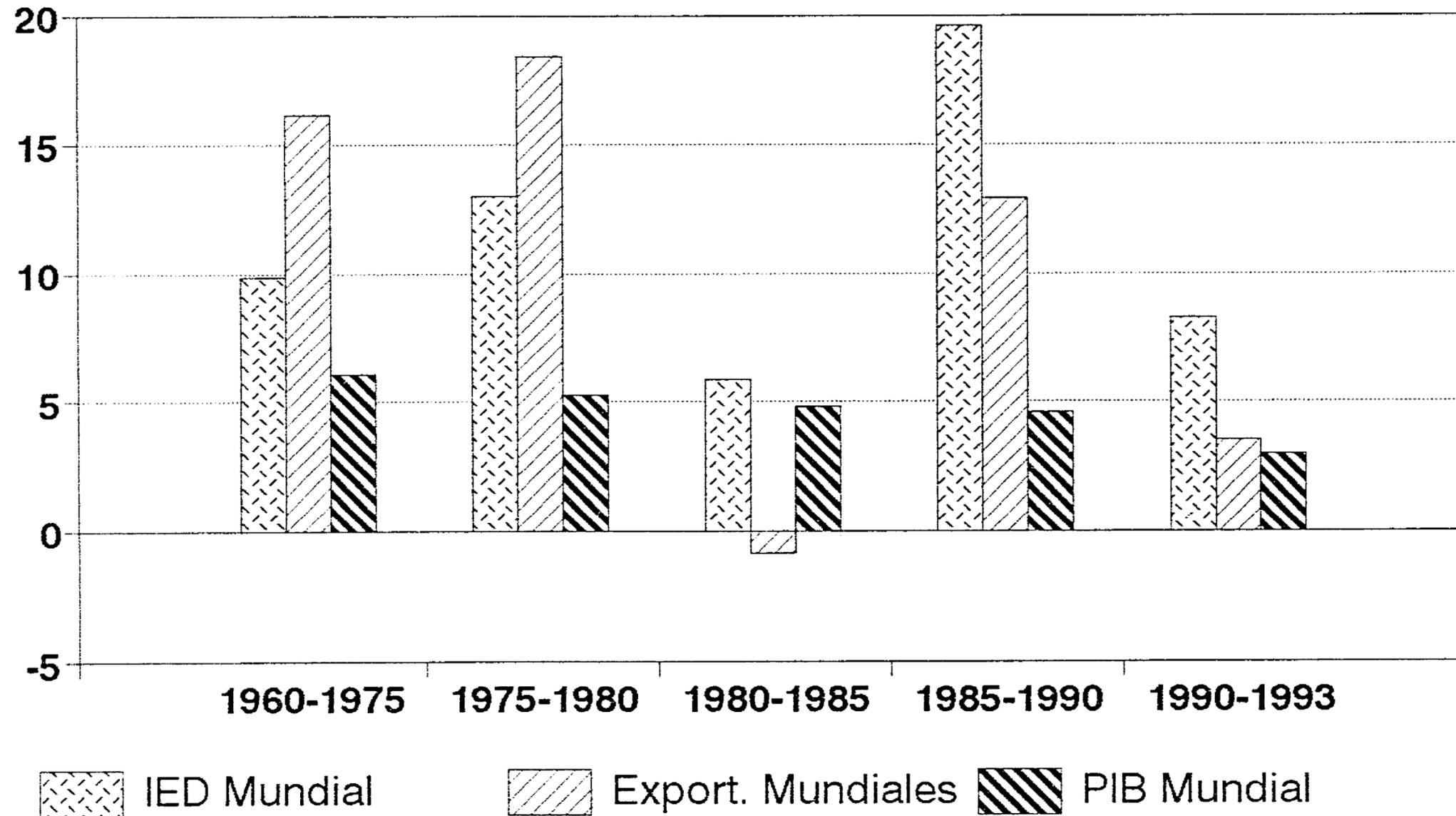
Deuda Total y Deflactor del PIB



Fuente: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1994 y octubre de 1995.

Gráfica 34

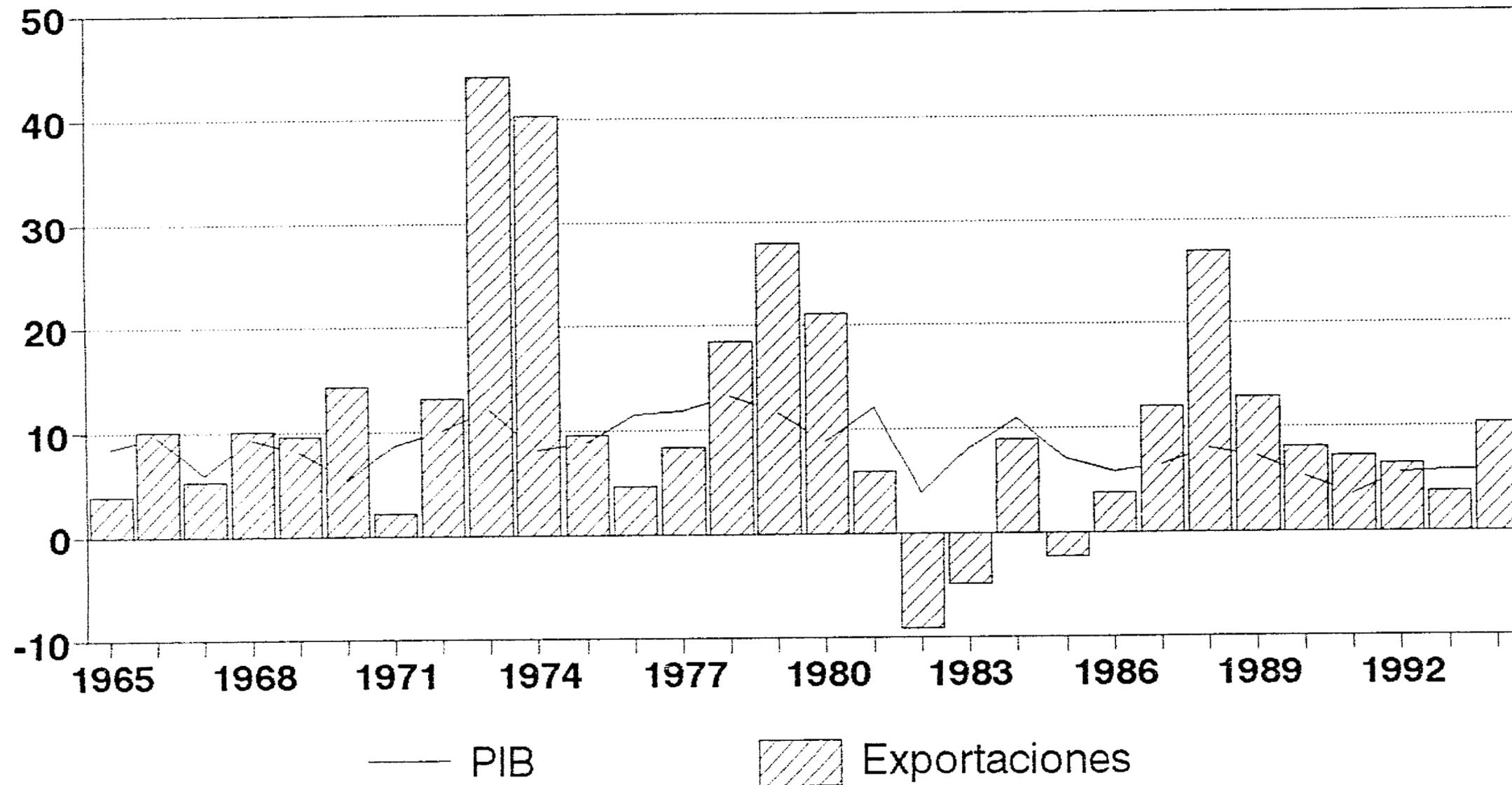
Inversión Extranjera, Exportaciones y Producto Interno Bruto Mundiales.



Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1994 y 1995.
UNCTAD, World Investment Report 1994, 1995.

Gráfica 35

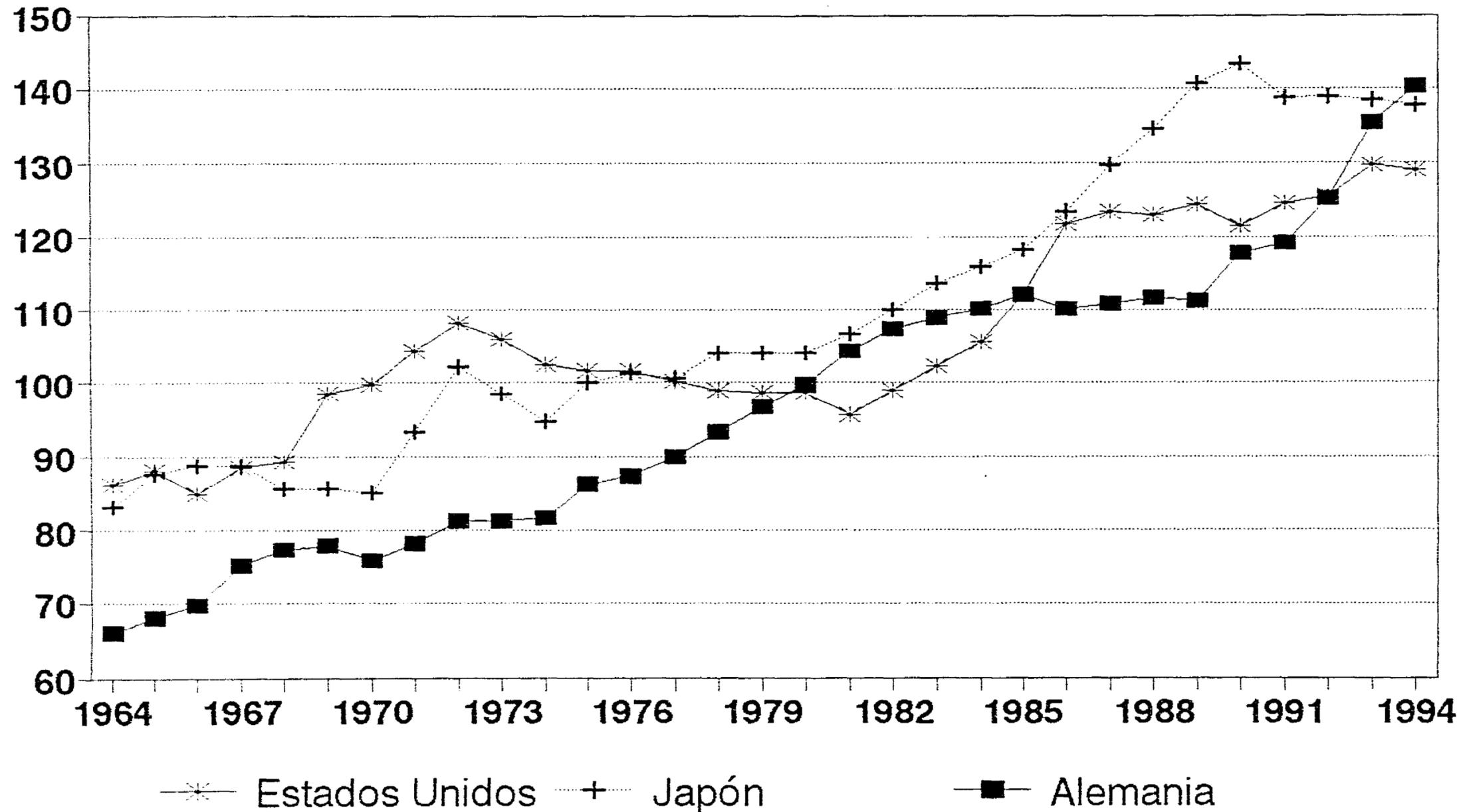
Variación porcentual del PIB y de las exportaciones de Estados Unidos



Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1994 y octubre de 1995.

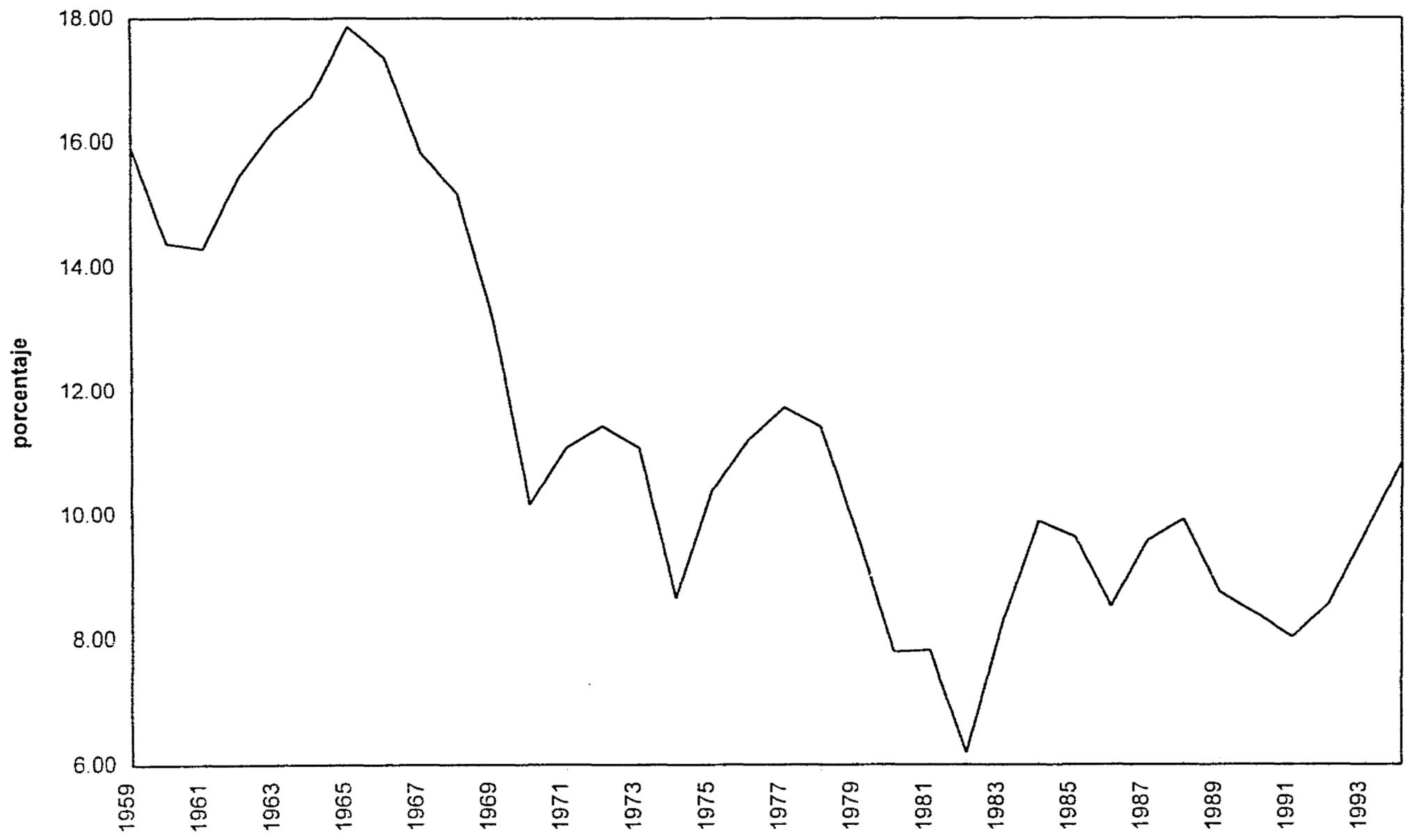
Gráfica 36

Crédito Interno como porcentaje del Producto Interno Bruto, 1964-1994.



Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales, Anuario 1994 y 1995.

Gráfica 37
Ganancias de las corporaciones no financieras como porcentaje
de su Producto Interno Bruto



Fuente: USA, Economic Report of the President, febrero 1995.

DESREGULACION FINANCIERA INTERNACIONAL

(Resumen)

Este trabajo de investigación busca establecer una mejor comprensión de los procesos de desregulación financiera, sus principales características, sus consecuencias sobre el comportamiento de los intermediarios y de los mercados financieros. Se analiza como un fenómeno que se desarrolla desde finales de la década de los sesenta, que ha conducido a profundizar la competencia, pero también a la inestabilidad y fragilidad de los sistemas financieros. Durante estos años los mercados financieros política e institucionalmente han cambiado profundamente, sin embargo el lento crecimiento e incluso estancamiento de muchas economías desarrolladas y subdesarrolladas dan cuenta de que no se ha alcanzado a modificar los términos del financiamiento a la inversión. Por el contrario, los mercados financieros crecientemente desregulados se alejan de las necesidades de financiamiento, ampliándose la brecha entre la esfera productiva y la esfera financiera.

El objetivo general de este trabajo es ubicar la desregulación financiera como parte de los fenómenos que acompañan las principales tendencias de la economía internacional contemporánea. Se busca avanzar en la crítica a aquellas concepciones que la colocan como uno de los procesos que constatan la tendencia a la globalización económica.

Se sostiene que la desregulación financiera es parte del proceso de ruptura de la coherencia de los espacios económicos sobre los cuales se desenvolvía de manera estable la acumulación de capital. Así, se concibe dicho proceso como parte de los cambios en los términos de la competencia por los mercados. Por tanto, es susceptible esperar que la economía internacional pudiera avanzar hacia la construcción de nuevos espacios económicos, pero solamente en el contexto de una nueva regulación financiera que

restablezca las relaciones de intercambio entre los distintos espacios económicos, relaciones que fueron quebradas por la competencia abierta e irrestricta durante los últimos años.

A lo largo de las siguientes páginas se efectúa un análisis de algunas de las principales tendencias en los mercados financieros durante el periodo que contempla desde finales de los años sesenta hasta la nueva crisis financiera de México de 1994. Se sostiene que en estos años el mundo ha estado atravesando por una crisis de larga duración que se caracteriza por una competencia que se diferencia de los años previos porque no está más "regulada" por la formación de la tasa media de ganancia y en donde las tendencias y contratendencias a la caída de ésta no actúan del todo.

Así, se busca realizar una lectura de los cambios en los mercados financieros en el contexto de la crisis. Sin embargo, a todo lo largo de este periodo de crisis pueden distinguirse dos etapas: en la primera, que transcurre desde fines de los años sesenta hasta la crisis de deuda, la desregulación abrió y amplió espacios a la competencia entre los intermediarios financieros y sus monedas y profundizó la internacionalización. La inflación y modificación en los precios relativos, aceleró la centralización de capitales y permitió un rápido crecimiento de los activos financieros. En la segunda etapa que transcurre durante las décadas de los años ochenta y noventa, la desregulación, enfatiza: la cobertura contra el riesgo de pérdida del valor de los activos financieros o quiebra de intermediarios que se percibe de manera directa e inminente; la multiplicación de garantías, y la propia innovación financiera; cuando se busca el respaldo gubernamental, o bien el traspaso de pérdidas a los presupuestos públicos, a través de la modificación de las normas contables y fiscales, o a través de rescates.

Además, en esta segunda etapa, en particular en los años noventa, encontramos la percepción, entre las autoridades financieras de las mayores economías, de la necesidad de volver a normar, aunque por lo pronto, muy limitada a la cooperación en el grupo de los 7 países y a sus aspectos prudenciales y de supervisión, a pesar de las conmociones financieras acaecidas recientemente, BCCI, Baring y México.

En la desregulación financiera de la segunda etapa, han estado presentes elementos que, por momentos, frenan las tendencias deflacionarias y las distribuyen de manera desigual entre regiones o países. Se argumenta que en el terreno propiamente financiero dichas tendencias han venido siendo contenidas a través de: el establecimiento de un rendimiento "piso" por parte de los valores gubernamentales y del crecimiento de la deuda pública de los estados nacionales, en particular de los países desarrollados; la diversificación de portafolios a través de la movilización de activos no financieros de los países subdesarrollados; el apalancamiento de los procesos de fusión y compras entre los consorcios; la multiplicación de instrumentos de cobertura de riesgo de tasa de interés y de tipo de cambio; y, el proceso de privatizaciones. Lo que a su vez ha generado sucesivas crisis financieras, al tiempo en que persiste el riesgo de una crisis financiera generalizada.

La amplia movilización de recursos líquidos que los mercados manejan a través de las operaciones internacionales ha acrecentado la disposición de activos no financieros que encuentran en esta intermediación una movilización financiera propiamente tal. Con ello queda señalada otra de las hipótesis de este trabajo, relativa al crecimiento de los activos financieros sobre la base de la incorporación acelerada de activos que no tenían una movilización financiera propiamente tal.

Se plantea en el trabajo que no existe una tendencia a la desregulación total de los mercados financieros, sino un proceso en donde la normatividad continúa jugando un papel muy importante y la intervención del Estado en realidad se ha modificado, pero no tiende a desaparecer, en particular en su papel para contener y administrar las crisis financieras.

La regulación o normatización vigilada que tienen los Estados sobre los sistemas financieros hace parte de lo que llamaríamos política financiera. En este sentido, otro fenómeno vinculado a la desregulación es la modificación y baja relativa en la efectividad de algunos instrumentos de política financiera que en otros momentos fueron útiles. Esto es, una menor posibilidad de gestión financiera por parte de las autoridades

gubernamentales en la materia, acompañada de un cambio en la percepción de los objetivos de la política económica y con ella de la política financiera.

En el primer capítulo se hace explícito el marco conceptual y analítico sobre la crisis actual, señalando las dos etapas por las que atraviesa y sus rasgos distintivos. Considerando la periodización que dicha lectura ofrece, se analiza el proceso de la internacionalización financiera, sus principales características y las etapas de expansión y contracción de los mercados financieros internacionales. Termina el capítulo presentando una lectura de la ruptura de las "normas" de reproducción en el plano de la intermediación financiera. Se sostiene que la desvinculación entre el crédito y la ganancia ofrece los elementos para ilustrar esta separación relativa entre la llamada "esfera productiva" y la "esfera financiera", con la consecuente expansión de los activos financieros sin el referente esencial de la ganancia. Lo que coloca al mundo financiero actual frente a la perspectiva de sucesivas crisis financieras que a su vez se espera impondrán una nueva regulación financiera para los mercados.

En el segundo capítulo se busca elaborar una lectura estadística de las dos etapas de la crisis a partir del análisis de los principales indicadores de las mayores economías industrializadas: crecimiento e inversión; comercio y precios de las materias primas y petróleo; empleo; inflación; tipo de cambio y tasas de interés; expansión de la inversión extranjera directa y de las corporaciones transnacionales. Todo ello con el objetivo de documentar las dos etapas de la crisis y las modificaciones que ésta ha conllevado en las relaciones económicas entre las mayores economías.

En el tercer capítulo, se analiza el papel de la banca central y de la moneda en la existencia de un espacio económico y los principales conceptos de crisis financiera. Posteriormente se analizan las crisis financieras internacionales que se han sucedido en el marco de la crisis contemporánea. Esto es, la ruptura del Acuerdo de Bretton Woods 1967-1971, la crisis de deuda de 1982, el Crac Bursátil de 1987, y la crisis del dólar y de los Mercados Emergentes de 1994-1995. Todo ello con el objetivo de enfatizar el

papel de estas sucesivas crisis financieras en la ruptura de la coherencia de los espacios económicos, como uno de los fenómenos característicos de la crisis actual. Y también como expresión de los avances de la desregulación financiera internacional y de sus consecuencias sobre la economía internacional contemporánea.

El capítulo cuarto se inicia con una revisión de los principales conceptos de globalización financiera. A continuación se elabora una visión alternativa sobre la desregulación financiera, visión que se desarrollará plenamente en los sucesivos apartados de éste y del siguiente capítulo. Concluye el capítulo IV con una lectura de la nueva gestión de activos y pasivos de la banca, en donde se sostiene que ésta hace parte de la primera etapa de la crisis.

Se dedica el capítulo quinto a hacer una lectura de la innovación financiera, buscando explicar los nuevos términos de la competencia financiera y el fenómeno de la universalización en los servicios financieros, en particular destacando los cambios en los mercados financieros. Se destina un apartado especial para el análisis de la expansión del mercado de productos derivados y su papel en la contención de las tendencias deflacionarias en las mayores economías, al tiempo en que éstas se agravan en otros ámbitos económicos.

Se estudian las Normas de Capital del Acuerdo de Basilea de julio de 1988 y algunas de sus principales consecuencias en los cambios en los mercados financieros en los años noventa. Se incluyen también los alcances del debate regulador actual en "prudencial y de supervisión", quedando a la vista, tanto el hecho de que no existe en los mercados financieros una desregulación total, como las insuficiencias del tratamiento hasta ahora efectuado por las autoridades financieras de las mayores economías.

Finaliza el trabajo haciendo un análisis en el quinto capítulo sobre las principales propuestas en los Estados Unidos para la reforma de su sistema financiero, las reformas en curso y algunos de los cambios previsibles en los próximos años, de continuar la estrategia actual y la enorme fragilidad del aparato financiero de ese país.

El trabajo encuentra entre sus principales conclusiones, que conforme ha venido avanzando la crisis y la desregulación e innovación financiera una parte menor de operaciones bancarias están dependiendo de la ganancia de las empresas y una mayor parte de la incorporación de activos no financieros a financieros y de la especulación con centralización. Los cambios en los mercados y la propia desregulación financiera internacional están convirtiendo en activos financieros una significativa masa de activos que no tenían una movilización financiera propiamente tal y, en ese sentido, están también actuando para frenar la deflación, efectuándose una rápida centralización de capitales por esta vía.

Ello se agrega al hecho de que cuando el crecimiento de los activos bancarios, del crédito en particular, se desvincula de la ganancia de las empresas, los límites a la renta financiera van imponiéndose como deflación parcial o general de activos con o sin circulación financiera, produciéndose sucesivas crisis financieras. Las bases del crecimiento del crédito reproducen esta "separación" entre la "esfera financiera" y la "esfera productiva", impidiendo que el crédito por sí mismo rompa las tendencias deflacionarias. El crédito como capital adelantado para saldarse con la ganancia generada encuentra límites junto con el descenso de la tasa de ganancia y los obstáculos a la formación de la ganancia media.

Encontramos que, con la titulación de activos que los propios bancos impulsaron, tienden a desaparecer las fronteras entre banca comercial y banca de emisión. Estos fenómenos, que se han llamado bursatilización del crédito y banca "universal", fueron provocados por la adaptación de la administración de los balances, de los activos y pasivos, a las nuevas condiciones de un mercado con alto nivel de endeudamiento y bajo nivel de inversión y crecimiento.

Así, la desregulación e innovación financieras han permitido a los intermediarios y a los mercados adaptarse a la dinámica de la crisis. Por ello, contrario a lo que se piensa, el papel que ha venido jugando la expansión del mercado de productos derivados ha sido

profundizar la fragilidad de las estructuras financieras y la desvinculación de la relación crédito-ganancia.

Las sucesivas crisis bancarias en los ochenta, el credit-crunch de los Estados Unidos al final de esos años, dado excesivo apalancamiento de las corporaciones y, la adaptación de los bancos a las normas del Comité de Basilea sobre capitalización, son los hechos que incentivaron el explosivo crecimiento del mercado de derivados. La expansión de dicho mercado ha modificado los sistemas de pagos y ello ha posibilitado atemperar las tendencias deflacionarias en la economía, en particular en los mercados financieros, pero también han sido parte importante del proceso de fragilización de los mercados financieros y la creación de condiciones propicias para que se desencadene una crisis financiera sobre la cual existirá muy poca capacidad de control por parte de las autoridades financieras.

La incorporación tecnológica en el sector ha impulsado modificaciones en la organización de los intermediarios y también abrió un espacio a la innovación financiera. Pero las nuevas técnicas en comunicación e informática en el sector financiero no han condicionado un nuevo patrón de financiamiento de la acumulación. Han ayudado a las empresas financieras a adaptarse a otras condiciones económicas y financieras pero no implican un nuevo esquema de financiamiento.

El papel de las nuevas técnicas ha sido reducir la presión sobre la cotización de los activos, frenando con su acelerado intercambio una desvalorización profunda y rápida. Por lo tanto, hasta ahora, han reducido la presión de la deflación, pero distribuye de manera desigual sus efectos. El desarrollo técnico en el sector ha estado subordinado a las necesidades de rentabilización de las carteras en condiciones de presiones deflacionarias.

Durante la presente crisis, los términos de intercambio entre las economías se rompieron con la quiebra del patrón oro-dólar. Mientras la relación entre éstas no se estabilice, la banca tiende a actuar como Minsky llama "banca colonial" una banca que financia bienes en tránsito, pero que no está financiando la acumulación.

Los cambios antes reseñados en los mercados financieros domésticos e internacionales, la administración activa del balance, el desarrollo del mercado interbancario y la titulación del crédito, han transformado las vías de transmisión de la política monetaria y su efectividad. Cuestionando las posibilidades de actuación del Prestamista de Última Instancia y, en particular, replanteando el problema del Prestamista de Última Instancia Internacional.

colonial" una banca que financia bienes en tránsito, pero que no está financiando la acumulación.

Los cambios antes reseñados en los mercados financieros domésticos e internacionales, la administración activa del balance, el desarrollo del mercado interbancario y la titulación del crédito, han transformado las vías de transmisión de la política monetaria y su efectividad. Cuestionando las posibilidades de actuación del Prestamista de Última Instancia y, en particular, replanteando el problema del Prestamista de Última Instancia Internacional.