



La globalización de los mercados financieros

© Sara González¹ y Juan Mascareñas²
Universidad Complutense de Madrid
Noticias de la Unión Europea n° 172. 1999. Págs.: 15-35

1. Del proteccionismo a la liberalización económica: cincuenta años después
2. El desarrollo de los mercados financieros en los años ochenta
3. La globalización del mercado financiero en los noventa

1. Del proteccionismo a la liberalización económica: cincuenta años después

Después de la 2ª Guerra Mundial se restablecieron las relaciones económicas internacionales en un clima de proteccionismo, que perseguía facilitar la reconstrucción de las economías de postguerra al mismo tiempo que se desarrollaba el sistema de cambios pactado en Bretton Woods en 1944. Sistema que buscaba crear un clima de estabilidad cambiaria que permitiera un paulatino crecimiento del comercio internacional y de las operaciones financieras internacionales.

Con ese objetivo de progresiva liberalización económica se fortaleció el proceso de negociación internacional de carácter multilateral, a través de los organismos creados al efecto al finalizar la contienda: el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Mundial, el Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio (GATT) hoy convertido en la Organización Mundial de Comercio (OMC), la Organización de Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE) creada en 1961 como heredera de la originaria Organización Europea de Cooperación Económica (OECE) y, posteriormente, en 1964, la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD).

¹ Catedrática "Jean Monnet" de Integración Económica. Universidad Complutense de Madrid

² Catedrático de Economía Financiera. Universidad Complutense de Madrid

Adicionalmente, durante los años cincuenta se promovió la creación de movimientos que perseguían propiciar -a través de la integración económica- un mayor crecimiento de la economía y, en el caso de la entonces Comunidad Económica Europea (CEE), una mayor estabilidad política de la zona. De todos los procesos de integración económica así iniciados, es el proyecto comunitario el que ha gozado de un desarrollo más profundo alcanzando en la actualidad el rango de una Unión Económica y Monetaria. Naturalmente, el método de eliminar barreras a la libre circulación de mercancías, servicios, trabajadores y capital, que suponen una liberalización de las relaciones económicas intrazonales, no es incompatible con los procesos liberalizadores propiciados por los organismos internacionales mencionados anteriormente. Todo lo contrario. Son procesos acumulativos, que han conducido a la economía mundial a una situación bien distinta a la que se perfilaba a finales de los años cuarenta.

Desde entonces, el proceso de apertura de las economías a unas relaciones más liberalizadas ha sido lento. Así, a finales de los años sesenta la mayor parte de los países tenían establecidas barreras a las corrientes de capital, bien sea en forma de controles directos como, por ejemplo, los techos a los tipos de interés; u otros de contenido más reglamentario como las limitaciones a la propiedad extranjera de capital, las restricciones a las actividades de los establecimientos financieros o a la existencia de nuevos productos financieros, etc.; y otras limitaciones menos específicas, pero no por ello menos importantes, tales como deficiencias en la información económico-financiera, diferencias de idioma y culturales, etc. Esa reglamentación de los mercados de capitales se utilizaba como un instrumento de política macroeconómica, y en ocasiones como un instrumento de política social, a través de la bonificación de préstamos o la creación de líneas de crédito para determinados ámbitos.

Sin embargo, a finales de los años sesenta se inicia un proceso de mundialización de los mercados de capitales que requería tanto la liberalización de la circulación de capitales, como la prestación de servicios financieros y -aunque en menor medida- la libertad de establecimiento. Como consecuencia de ese proceso que ha durado casi treinta años, en la actualidad contamos con el desarrollo de la Unión Económica y Monetaria europea (UEM), con la actividad desarrollada por la Organización Mundial de Comercio (OMC) y por el

Acuerdo de Libre Comercio de América del Norte (NAFTA), así como con los Códigos de liberalización de los movimientos de capitales de la OCDE.

Desde los años setenta, algunos países (Corea del Sur, Hong-Kong, Singapur, etc.) han experimentado un importante crecimiento dinámico vinculado fundamentalmente a las exportaciones. Estos países se han convertido también en un destino atractivo para algunos inversores internacionales³.

Adicionalmente, desde finales de los años ochenta, en un proceso de convergencia, que fortalece las relaciones comerciales y financieras, se ha producido un estímulo de las inversiones en determinadas zonas entre las que se incluyen algunos de los antiguos países de economía planificada, y algunos de los llamados países en desarrollo, como Brasil o Indonesia.

Ahora bien, las economías mencionadas anteriormente son más sensibles a las posibles inestabilidades que se produzcan en el mercado, lo que hace necesario tomar medidas adicionales (el caso de Indonesia y los países de su entorno sacudidos por la crisis asiática de finales de 1997, es claro). Así, el proceso de globalización económica que afecta tanto al nivel del comercio internacional como a los mercados de capitales exige reforzar la cooperación internacional basada fundamentalmente en un sistema multilateral, que encuentra en los organismos económicos internacionales un foro insustituible, proporcionando a éstos, en ocasiones, la necesidad de actualizar y reformular sus objetivos iniciales.

2. El desarrollo de los mercados financieros en los años ochenta

La desreglamentación financiera.

El nuevo ámbito propiciado por la desreglamentación financiera ha permitido un notable incremento de la movilidad internacional de capitales, facilitando una mejor aplicación de los recursos a escala mundial, una mayor diversificación de riesgos y un estímulo al crecimiento de las economías de los mercados emergentes. Por otro lado, el ahorro de los países

³ Aunque desde finales de 1997 y durante todo 1998 estos países orientales están atravesando una crisis muy fuerte que ha hecho huir a los inversores de dichos mercados.

de la OCDE ha podido obtener mayores rendimientos que los que habrían obtenido en los mercados financieros de origen.

Es frecuente que se atribuya una mayor inestabilidad de los mercados de capitales al proceso de desregulación financiera. Esta es una afirmación que sólo es cierta en parte, en la medida en que no se puede negar su contribución a unas fluctuaciones excesivas del mercado, pero no puede olvidarse el protagonismo que -a estos efectos- ostenta la práctica de determinadas políticas macroeconómicas como, por ejemplo, las frecuentes políticas presupuestarias expansivas.

La innovación financiera

Las innovaciones producidas en los mercados financieros a lo largo de la década de los años ochenta se pueden clasificar según un informe de aquella época realizado por el *Banco Internacional de Pagos* de la siguiente forma⁴:

- a) *Innovaciones en la transferencia precio-riesgo*. Son aquellas que proporcionan medios más eficientes a los participantes en el mercado de cara a tratar con el precio o con el riesgo de cambio (éste hace referencia a las posibles variaciones adversas en el tipo de cambio de la moneda en que operamos).
- b) *Instrumentos de transferencia crédito-riesgo*. Tienen como misión la reasignación del riesgo de insolvencia.
- c) *Innovaciones generadoras de liquidez*. Son aquellas que: 1) aumentan la liquidez del mercado; 2) permiten a los prestatarios operar con nuevas fuentes de financiación; 3) permiten a los participantes en el mercado financiero bordear las restricciones legales sobre el uso de los capitales.
- d) *Instrumentos generadores de créditos*. Son aquellos que aumentan la cantidad de recursos financieros ajenos disponibles por las empresas.
- e) *Instrumentos generadores de acciones*. Son aquellos que aumentan la cantidad de recursos financieros propios disponibles por las empresas.

Los especialistas no están de acuerdo sobre cuáles han sido realmente los motivos del auge de la innovación financiera. Hay quien opina que el culpable ha sido el intento de sortear los obstáculos puestos por las legislaciones financieras y fiscales de ámbito nacio-

⁴ Bank of International Settlements: *Recent Innovations in International Banking*. BIS. Basilea. Abril 1986

nal; sin embargo, otros, entre los que se encuentra el laureado premio Nobel Merton Miller⁵, opinan que su desarrollo ha sido impulsado por la introducción de instrumentos financieros que redistribuyen el riesgo de forma más eficiente entre los participantes del mercado financiero. Podríamos listar unas cuantas causas que parecen ser las más importantes⁶

- 1ª. El aumento de la volatilidad en: los tipos de interés, tipos de cambio, tasas de inflación y precios de los activos financieros.
- 2ª. Los avances producidos en la informática y las telecomunicaciones.
- 3ª. La mayor cultura financiera existente en los participantes profesionales del mercado
- 4ª. La competencia entre los intermediarios financieros
- 5ª. Los incentivos para sortear la normativa legal y fiscal existente
- 6ª. Los cambios habidos en los modelos globales de bienestar financiero

No podemos dejar de mencionar una de las claves del proceso de innovación financiera de los años 80, cuyo auge ha tenido lugar en los 90: *la titulización de activos*, que implica el agrupamiento de préstamos y la venta de títulos respaldados por dichos préstamos.

La titulización proporciona una serie de beneficios a los emisores (intermediarios financieros, en este caso), entre los que destacaremos: la reducción del coste de la financiación, la mayor eficiencia en la utilización de la financiación, la posibilidad de conseguir recursos financieros de forma rápida con objeto de no limitar la velocidad de crecimiento de la empresa, la mejora de los resultados financieros y, por último, la diversificación de las fuentes de financiación.

Por otra parte, desde el punto de vista de los inversores, la titulización permite transformar préstamos ilíquidos en activos financieros de gran liquidez y limitado riesgo de insolvencia. Este último se reduce debido, por un lado a que está asegurado por una cartera diversificada de préstamos y, por otro, porque hay una serie de instrumentos financieros que reducen el riesgo de insolvencia, lo que permite a los inversores ampliar su abanico de oportunidades donde colocar su dinero. Además, al reducirse el coste de intermediación aumentarán los rendimientos para los inversores.

En cuanto a los prestatarios o deudores al existir la posibilidad de titular un préstamo que ellos quieren contraer disponen de unos activos mucho más líquidos que ahora pue-

⁵ MILLER, Merton: "Financial innovation: The Last Twenty Years and the Next". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Diciembre. 1986. Pp.: 459-471

⁶ COOPER, Ian: "Financial Innovations: New Markets Instruments" *Oxford Review of Economic Policy*. Nov. 1986

den vender. Esto último, debería provocar un estrechamiento del diferencial entre los tipos de interés de los préstamos y los tipos de interés sin riesgo; estrechamiento que aumentará conforme se incremente la competencia entre los intermediarios financieros.

En concreto, la titulización proporciona una financiación directa entre prestatarios e inversores. Como ya hemos comentado anteriormente, permite la reducción del riesgo de insolvencia y, además, redirecciona los flujos de caja generados por la cartera de préstamos proporcionando un abanico de vencimientos que es más aceptable para los inversores. De esta manera, la titulización realiza un papel similar al de la intermediación de vencimientos mientras reduce el riesgo de los prestamistas.

El desarrollo de los mercados de eurodivisas, eurobonos y derivados

A finales de los años sesenta, como anticipando el final de los acuerdos de Bretton Woods, los tipos de interés comenzaron a subir provocando unas pérdidas a los bancos que tenían concedidos préstamos a largo plazo a un tipo de interés fijo y que estaban financiados por depósitos a corto. Los préstamos en eurodivisas comenzaron a tomar en 1969 la forma de créditos renovables (*roll over*) y sus tipos de interés se ligaron a un índice determinado (Libor, por ejemplo) al mismo tiempo que se incorporaba un diferencial o margen de beneficios.

Posteriormente, ya en los ochenta, los préstamos comenzaron a ser titulizados de tal manera que al poder sacarlos de sus balances, los bancos podían recibir unas comisiones o vender activos financieros mientras conservaban el capital. Los mercados domésticos contemplaron un auge de los mercados secundarios de préstamos en la forma de activos financieros fungibles y negociables garantizados por préstamos que no eran ni fungibles ni negociables.

Por otra parte en dicha década los bonos a tipo de interés variable (FRNs) vieron caer su influencia conseguida en la década precedente en favor de bonos convertibles y de los bonos con *warrants*, que permitían adquirir un número determinado de acciones de la sociedad emisora a un precio y durante un plazo prefijados. Esta combinación de bono más *warrants* permitía que aquél tuviese un cupón menor⁷, además de que el dinero recibido por la compra de las acciones a las que daban derecho los *warrants* podía utilizarlo la empresa para amortizar los bonos.

A diferencia de los activos financieros cuya entrega se hace en el mismo instante (o con una pequeña demora) en el que son adquiridos y que se negocian en los mercados de contado, existen otro tipo de contratos sobre activos financieros que implican su entrega en

⁷ El valor de la combinación bono+*warrant* es independiente del riesgo económico de la empresa. Así, cuanto mayor sea el riesgo menos valdrá el bono pero más lo hará el *warrant* y lo contrario.

algún momento futuro del tiempo a pesar de que se hayan adquirido en la actualidad. El precio de este tipo de contratos dependerá, o derivará, del precio del activo financiero subyacente al que hacen referencia, por ello se les denomina *instrumentos financieros derivados* y, consecuentemente, a los mercados donde se negocian se les conoce como *mercados de derivados*. Los años ochenta vieron desarrollarse este tipo de productos y mercados hasta unos niveles realmente increíbles, tal es así, que tuvieron una gran influencia en el *crash* de los mercados de valores de octubre de 1.987 y en la discusión, posterior, sobre la separación entre la economía real y la economía financiera. En todo caso, su influencia no acaba aquí como veremos en los párrafos siguientes.

Los dos productos o instrumentos derivados más conocidos son los contratos de futuros y los contratos de opciones.

Los *contratos de futuros financieros* y sus hermanos mayores los *contratos a plazo* (o *forward*), consisten en que dos partes contractuales están de acuerdo en negociar un determinado activo financiero a un precio prefijado y en una fecha futura determinada. Una vez realizado el acuerdo, una de las partes (el comprador) está obligada a adquirir el activo financiero, mientras que la otra (el vendedor) está obligada a venderlo.

Por otra parte, los *contratos de opciones* dan a su propietario el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender un activo financiero a un precio determinado (que se denomina *precio de ejercicio*) y durante un cierto período de tiempo. Como es lógico, al ser un derecho es necesario pagar por él, por ello el comprador del contrato deberá pagar al vendedor el precio de ese derecho al que se denomina *prima* o precio de la opción. El vendedor, a cambio, se obliga a entregar (o a comprar) el activo financiero en cuestión cuando así se lo demande el comprador (siempre que éste ejerza el derecho antes del plazo marcado, puesto que después del mismo la opción ya no tiene valor), siendo el precio de compra (o de venta) el precio de ejercicio.

Las *opciones de compra* (también denominadas *call*) dan a su propietario el derecho a adquirir un activo financiero subyacente determinado durante un cierto período de tiempo a un precio de ejercicio especificado. Mientras que las *opciones de venta* (también denominadas *put*) dan a su propietario el derecho a vender un activo financiero subyacente determinado durante un cierto período de tiempo a un precio de ejercicio especificado.

Los instrumentos derivados no sólo se circunscriben a los activos financieros sino también a productos físicos (soja, cereales, zumos, petróleo, etc.) a metales (plata, cobre, oro, aluminio, etc.) y a otros de difícil encuadre (fletes, catástrofes, polución, etc.).

Los contratos de instrumentos derivados proporcionan a los emisores y a los inversores una forma barata de controlar los principales riesgos. Los mercados de derivados

tienen algunas ventajas sobre los mercados de contado, que explican su gran desarrollo, entre las que destacaremos:

- 1ª. Dependiendo del instrumento derivado, puede ser más barata la ejecución de una transacción en el mercado de derivados, cuyo objetivo sea ajustar la exposición al riesgo de la cartera de un inversor a la nueva información económica, de lo que costaría dicho ajuste a través del mercado de contado.
- 2ª. Las transacciones se suelen realizar más rápidamente en los mercados de derivados
- 3ª. Algunos mercados de derivados pueden absorber mayores transacciones, en comparación con el mercado de contado, sin producir un efecto contrario en el precio del instrumento derivado, lo que quiere decir que dichos mercados pueden tener un mayor grado de liquidez que los de contado.

El punto clave es que los productos financieros derivados juegan un papel de primer orden en la globalización de los mercados financieros. Por desgracia, los mercados de derivados son contemplados, demasiado a menudo, como claramente especulativos cuando realmente se crearon para ofrecer coberturas de riesgos a emisores e inversores a través de la transferencia de dichos riesgos entre los participantes del mercado, algunos de los cuales obligatoriamente tienen que ser los especuladores. En todo caso, sin este tipo de instrumentos financieros y sin los mercados en los que se negocian, la integración de los mercados financieros mundiales nunca sería tan grande como lo es en la actualidad.

La ingeniería financiera

Dentro del proceso de innovación financiera se encuentra la construcción y elaboración de productos financieros, es decir, la *ingeniería financiera*. El auge de la ingeniería financiera se produce cuando el conjunto de instrumentos financieros se hace más numeroso y, a su vez, los bancos e intermediarios financieros se hacen más activos tomando, en muchos casos, la iniciativa de ofrecer a los clientes las nuevas posibilidades de inversión y financiación proporcionadas por la innovación financiera. Todo ello se ha generado en un clima de competencia entre los distintos operadores: bancos, agentes de cambio, *brokers*, intermediarios financieros, etc., dentro de un sistema de interconexión de los mercados en donde desaparece la distinción entre el corto y el largo plazo, títulos y préstamos, fondos propios y deuda, etc.

Si hubiera que fijar una sólo razón por la que surge la ingeniería financiera esa sería la falta de estabilidad. Falta de estabilidad en el sistema de cambios, en los tipos de interés,

en los mercados, en la solvencia de los países, y en resumen, un mayor riesgo en el conjunto de operaciones financieras y comerciales. Muchas empresas se han dado cuenta que esta inestabilidad puede causarles dificultades en la consecución de los flujos de caja previstos y, en algunos casos, llevarles a la quiebra o a tomas de control societario hostiles. Todo ello ha creado la demanda de instrumentos financieros, que gestionen este tipo de riesgos. Por ello en 1985 ya existía un grupo de bancos en la City londinense que anunciaba que "a través de la ingeniería financiera nosotros no evitamos el riesgo sino que lo gestionamos".

El *riesgo ambiental*, es aquél que afecta a los resultados de una empresa debido a los cambios imprevistos en el ambiente económico en el que se desenvuelve la misma y que escapa totalmente a su control. Así que este riesgo deberá ser identificado y medido, puesto que la rentabilidad de una empresa no sólo depende de lo eficientes que sean sus directivos para controlar el riesgo propio del negocio de la compañía, sino que también dependerá de lo bien que controlen el riesgo ambiental. Entre los riesgos a los que está expuesta una empresa podemos destacar:

- Movimientos en los precios de las materias primas
- Variaciones en los tipos de cambio de las divisas en las que se denominan dichas materias primas
- Oscilaciones en el precio de la energía, que se necesita para procesar dichas materias
- Cambios en el tipo de cambio de su propia moneda (si aumenta, reducirá su competitividad en el exterior, ocurriendo lo contrario si desciende)
- Cambios en las tasas de interés de su país, que afectarán al coste de su endeudamiento y, posiblemente, a sus ingresos por ventas
- Alteraciones en los tipos de interés de otros países, que afectarán a sus competidores y, por lo tanto, al comportamiento de las ventas de la empresa, etc.

Cada una de éstas influencias puede ser resumida a través de una representación gráfica denominada *perfil del riesgo*, del que se muestra un ejemplo en la figura 1, y que identifica y mide el riesgo financiero. La inclinación de la recta que mide el perfil del riesgo indica la sensibilidad del comportamiento de la empresa a las variaciones en el tipo de cambio.

Ante estos nuevos y mayores riesgos las empresas tratan en primer lugar de examinar su propia estructura y las características de sus competidores intentando identificar

aquellos riesgos que más pueden afectarles. A continuación cabe una doble actitud: a) tratar de preverlos e intentar evitarlos o b) ante la ineficacia contrastada de las previsiones, tratar de protegerse, es decir, cambiar y reforzar el perfil de riesgo. Con lo que ya no se trata de evitar el riesgo, lo que es imposible, sino de "gestionarlo". Las empresas identifican sus riesgos, luego dibujan los perfiles de los mismos con relación a cada factor que les puede afectar en su comportamiento y, por último, se centran en aquéllos que más les afectan.

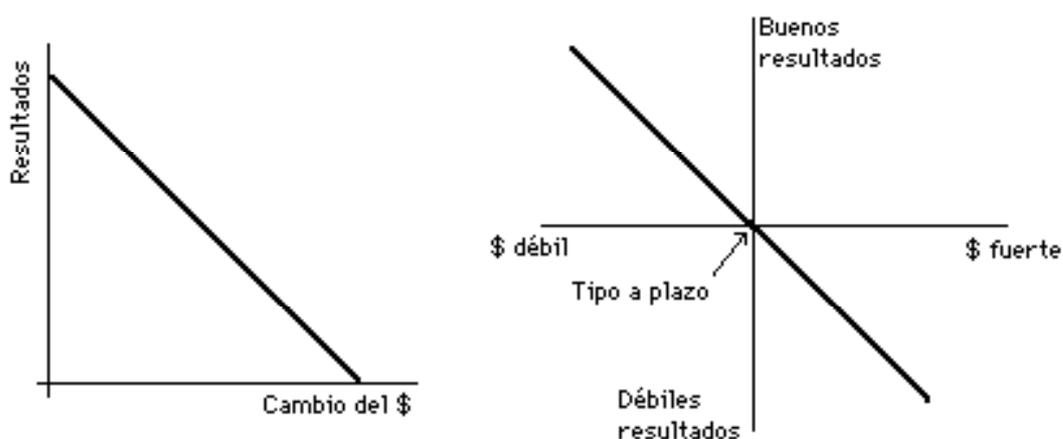


Fig.1 Impacto de la cotización del dólar en el resultado de la empresa y perfil del riesgo del tipo de cambio

Esta actitud, que es la que conduce directamente a la ingeniería financiera, se puede materializar de dos formas: a) cambiando el tipo de operaciones que realiza la empresa como, por ejemplo, fusionándose con otra que tenga un perfil de riesgo distinto, o b) añadiendo a su cartera alguna operación financiera que cubra los posibles riesgos, como el uso de productos financieros de los denominados *fuera de balance*, que permiten a la empresa dejar sus operaciones intactas mientras la protegen de las fluctuaciones en su ambiente. Debido a que el coste de la primera es bastante más grande que el de la segunda, las empresas tienden cada vez más a utilizar ésta última.

Lo que la empresa desea es gestionar su riesgo ambiental y continuar con el negocio que mejor conoce: el suyo propio. Precisamente, la posibilidad de separar el riesgo de las fluctuaciones en los precios de las operaciones físicas subyacentes de una empresa y gestionarlos separadamente, a través del uso de productos derivados, es la mayor de las innovaciones financieras de la década de los ochenta. Pero es que, a su vez, a medida que se van creando productos con esta finalidad se aprecia su aplicación, no sólo en la cobertura de riesgos, sino también para cubrir otras necesidades de la empresa.

Por otro lado, los bancos se han ido haciendo más activos y han pasado de ser pasivos solucionadores de problemas de sus clientes a tomar la iniciativa ofreciendo nuevos

productos y aplicaciones. De hecho las primeras operaciones de ingeniería financiera, que fueron realizadas por los bancos de inversión como ya hemos comentado, datan de 1985 cuando un grupo de bancos ubicado en Londres decidió, por motivos estratégicos, dejar de ofrecer a sus clientes los típicos productos financieros destinados a la cobertura de riesgos, a cambio de proveerles de soluciones realizadas "a medida" de las propias e individuales necesidades de sus clientes.

Aunque el término de ingeniería financiera se emplea algunas veces en un sentido muy amplio, que incluye cualquier operación financiera no tradicional, en un contexto más ortodoxo podríamos definirlo como la parte de la gestión financiera que trata del diseño y elaboración de productos financieros que tienen un objetivo específico; pero no de cualquier producto financiero sino de aquellos construidos a través de los productos derivados, fundamentalmente: opciones financieras, futuros financieros, contratos a plazo y permutas financieras. Por ello, Galitz⁸ opina que ésta consiste en “reestructurar un perfil financiero existente y obtener así otro con propiedades más deseables”.

Las características básicas de la ingeniería financiera son:

- a) *La existencia de un objetivo*. Se trata elaborar una operación con vistas a conseguir algo, como puede ser la disminución del riesgo o la consecución de un crédito.
- b) *La combinación de instrumentos financieros*. Precisamente la ingeniería financiera surge cuando aparecen instrumentos financieros que pueden ser combinados entre sí con efectos incluso diferentes de aquéllos para los que fueron originalmente creados.
- c) *La conjunción de operaciones*, que aisladamente pueden ser consideradas de inversión y financiación, generalmente con la intención de que las posiciones queden compensadas.
- d) *Operaciones siempre a medida* y, por lo tanto, en número prácticamente infinito, ya que cada operación puede ser diferente en función de las condiciones del problema, de los instrumentos que se empleen y del objetivo a alcanzar.
- e) *Internacionalización de las operaciones*. La mayor parte de las operaciones requieren la utilización de instrumentos específicos de mercados internacionales o que sólo se negocian en dichos mercados.

⁸ GALITZ, Lawrence: *Ingeniería Financiera*. Folio. Barcelona. 1994. Pág.: 18

3. La globalización del mercado financiero en los 90

Introducción

La cada vez mayor integración de las economías nacionales a través del intercambio de flujos financieros y de productos ha dado lugar a la palabra de moda en los años noventa: “globalización”. Ésta hace referencia a la integración de los diversos mercados financieros domésticos en un único mercado financiero internacional, lo que permite a las instituciones de cualquier país que busquen fondos no limitarse a localizarlos en su propio mercado doméstico. La globalización de dichos mercados ha tenido lugar gracias a una serie de factores:

1. La desregulación o liberalización de los mercados y las actividades que los participantes en los mismos realizan en los principales centros financieros mundiales.
2. Los avances tecnológicos han permitido: el seguimiento de los principales mercados mundiales, la ejecución de órdenes y el análisis de oportunidades financieras.
3. La creciente institucionalización de los mercados financieros.

La acción unilateral de los países y las negociaciones del GATT (en la actualidad la Organización Mundial del Comercio -OMC-) han hecho caer una gran cantidad de barreras al libre comercio entre los países; así, en los últimos veinte años el comercio ha crecido al doble de velocidad que la producción, la inversión extranjera directa tres veces más rápido, y la negociación transfronteriza en acciones y bonos diez veces más veloz (véase la tabla 1).

Negociación en acciones y bonos extranjeros	25%
Negociación en divisas	24%
Préstamos bancarios transfronterizos	9%
Inversión directa en el extranjero	7%
Comercio internacional	5%
PIB	2,5%

Tabla 1. Crecimiento anual medio, en términos reales, de las operaciones transfronterizas desde 1980 hasta 1996 [Fuente: BIP, FMI, The Economist]

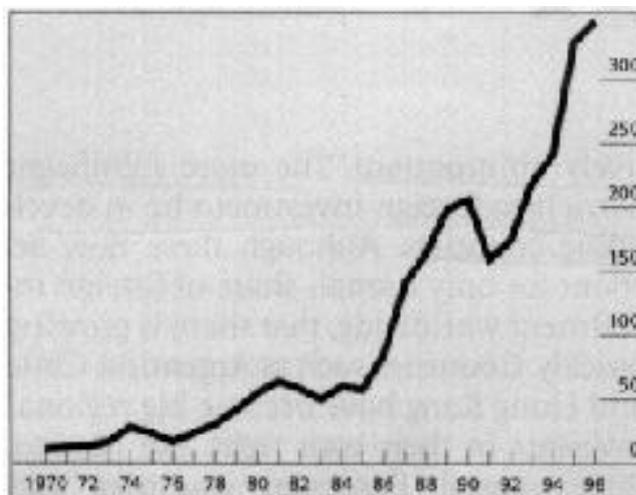


Fig.2 Flujos anuales totales de inversión directa extranjera (en miles de millones de dólares)
[Fuente: UNCTAD y The Economist]

En cuanto al tema del avance tecnológico que ha permitido conectar los mercados entre sí a través de unos sistemas avanzados de informática y telecomunicaciones, diremos que éstos han posibilitado que los inversores e intermediarios financieros estén al tanto de lo que ocurre en los mercados mundiales, lo que les permite valorar el impacto de la información recibida en el comportamiento de sus carteras de valores. Y, además, con dichos sistemas pueden realizar operaciones de *arbitraje* de forma instantánea empujando a una mayor integración de los mercados financieros a través de la igualación de sus precios. Por otro lado, si hay algún coste que se ha derrumbado en los últimos tiempos este es el de las telecomunicaciones y el del proceso de datos (por ejemplo, los precios de los ordenadores han ido descendiendo a razón de un 30% anual de promedio en los últimos veinte años). Esto ha permitido a las compañías localizar diferentes partes del proceso de producción en otros tantos países pero manteniendo, al mismo tiempo, el control total del proceso productivo. Además, la tecnología actual reduce la necesidad de contacto físico entre el cliente y la empresa permitiendo, incluso, la posibilidad de negociar diversos tipos de servicios que antes era imposible hacerlos (operar con el banco desde casa, comprar billetes de avión, u otro medio de transporte desde cualquier terminal de ordenador, la videoconferencia, etc.).

La *institucionalización* se refiere a que los inversores institucionales (los fondos de pensiones, fondos de inversión, compañías de seguros, etc.) han pasado a dominar los mer-

cados financieros en detrimento de los inversores individuales, ya que aquéllos son más propensos a transferir fondos a través de las fronteras nacionales con objeto de mejorar la diversificación de sus carteras y/o beneficiarse de la infravaloración de algún activo financiero determinado en un mercado extranjero.

Mención específica merece lo que Peter Drucker⁹ denomina *dinero virtual*, y el impacto que éste puede tener sobre un mercado financiero globalizado, en la medida en que dicho dinero virtual no tiene una función económica y no financia nada, no sigue ninguna racionalidad económica, y es muy volátil ante expectativas y rumores.

Ventajas e inconvenientes de la globalización

El fenómeno de la globalización, como si de una moneda se tratase, tiene dos caras que están representadas por aquéllos que opinan que es beneficiosa en general y por los que creen todo lo contrario.

Así, el grupo de los optimistas considera que la globalización aumentará la productividad y la calidad de vida de las personas y de los países. Se basan en que unas economías integradas favorecerán una mejor división del trabajo entre los Estados, permitiendo que aquéllos que tengan salarios bajos se especialicen en tareas donde la mano de obra sea vital mientras que los que los tengan altos utilicen a sus trabajadores en tareas más productivas (criterio de la ventaja comparativa). Todo ello permitirá a las empresas beneficiarse de las economías de escala subyacentes. Además, los recursos financieros se dirigirán hacia aquellos países que proporcionen las oportunidades de inversión más productivas abandonando aquellas zonas donde los rendimientos esperados sean más reducidos.

Así, como señala Charles Dallara¹⁰, para las llamadas economías emergentes, la globalización de los mercados de capital ha tenido efectos muy positivos, entre los que caben señalar:

- El crecimiento y la reforma de sus economías.
- La globalización empresarial.

⁹ DRUCKER, Peter: "The global economy and the nation-state". *Foreign Affairs*, Sep-Oct. 1997

¹⁰ Director del Institute of International Finance (Washington). "Globalization calls for extending IMF's role". *IMF survey*, 26-May-1997, Pag. 155.

- El aumento de la transparencia, con una mayor y mejor publicación de datos económicos y financieros.
- La integración de los mercados financieros, y la diversificación de carteras.

El grupo de los pesimistas cree que el aumento de la competencia de los países con salarios bajos destruirá el empleo y empujará los sueldos a la baja en los países desarrollados. Es decir, se producirá una tendencia a disminuir los sueldos, los impuestos, la riqueza, los controles ambientales, etc., y todo ello con el objeto de hacer más competitiva a la economía nacional. Además, los gobiernos no podrán diseñar las políticas económicas que deseen sino que tendrán que ajustarse a la poca flexibilidad que le permitirá el mercado global junto con el todopoderoso mercado financiero internacional, siempre proclive a causar estragos y sobresaltos a lo largo y ancho de nuestro globo.

Ambos puntos de vista tienen algo de razón porque efectivamente la mayor competencia mundial puede beneficiar a las personas individualmente (productos de mejor calidad al mejor precio posible, mejores servicios, mayor rentabilidad de las inversiones a un menor riesgo, etc.) pero para que beneficie al país en su totalidad deberán cumplirse una serie de medidas correctoras que le adapten continuamente a los cambios de tendencia de la economía mundial a base de mejorar su productividad y competitividad. En resumidas cuentas, la globalización proporciona muchas oportunidades a aquéllos que sean capaces de hacer frente a los muchos desafíos que plantea.

La globalización y el mercado de capitales

Mientras el sistema monetario internacional se regía por los acuerdos de Bretton Woods los flujos internacionales de capitales estaban muy controlados (la opinión de los economistas de la época era que la movilidad de capitales era algo innecesario e, incluso, indeseable). Pero en los años sesenta, surge el “euromercado” donde los bancos localizados en otros países podían tomar depósitos y prestar en divisas de otros Estados. Cuando el sistema de Bretton Woods dejó de funcionar a principios de los setenta los países con economías más fuertes comenzaron a dismantelar sus controles de capitales. En los ochenta y al comienzo de los noventa los países en vías de desarrollo se unieron a la tarea de derribar las barreras a los flujos monetarios.

En teoría, unos flujos de capitales más grandes deberían implicar unos beneficios mayores puesto que el ahorro y la inversión deberían asignarse de una forma más eficiente. Los países pobres ya no tendrían falta de dinero para acometer las inversiones necesarias para su desarrollo económico. Los inversores podrían colocar su dinero en cualquier proyecto que les proporcione un rendimiento interesante sin tener que ceñirse a su propio país y, además, el riesgo estaría diversificado al máximo al poder formar carteras de inversiones con casi cualquier proyecto que deseen y en cualquier país (cuanto mayor sea el abanico de posibles inversiones más se diversificará el riesgo).

Pero, hay quien piensa que la integración de los mercados financieros es peligrosa y desestabilizadora. Los operadores en bonos y en divisas, supuestamente, han suplantado a los líderes políticos a la hora de determinar la política macroeconómica¹¹. Además, piensan, que la volatilidad de los mercados ha aumentado como consecuencia de la movilidad de los capitales¹². Pero ¿de verdad el mercado de capitales es global?

Es cierto que los flujos financieros internacionales se han disparado desde el momento en que caen los controles al movimiento de los capitales¹³ y ello es lo que ha provocado la idea de que el mercado financiero internacional se ha globalizado. Sin embargo, la medida de las entradas/salidas netas de los capitales en un Estado es su balanza por cuenta corriente. Si el mercado fuese realmente global, los países con necesidades de inversiones verían aumentar sus déficits por cuenta corriente y, por otro lado, los países con gran capacidad de ahorro verían aumentar sus superávits. Esto no ha ocurrido. En los países ricos los desequilibrios de dicha balanza son del 2-3% del PIB en los noventa (incluso en los ochenta Japón y Alemania llegaron a superávits del 4-5%).

¿Hasta qué punto están globalizados los mercados financieros?

Una medida del nivel de integración de los mercados de productos es la relación entre el comercio y la producción. Otra medida del grado de integración producto-mercado es la convergencia en los precios de los productos a través de los países, puesto que la liberaliza-

¹¹ Por ello no faltan voces, como la del primer ministro francés Lionel Jospin, reclamando un cierto “control político” de los mercados financieros para evitar que se produzcan desórdenes económicos como en el caso de las crisis asiática y rusa (discurso de clausura de la universidad de verano del Partido Socialista en La Rochelle).

¹² Sirva de ejemplo el aumento de la volatilidad de los mercados financieros en agosto de 1998 debido a la crisis rusa

¹³ Los flujos de capitales han aumentado a razón de un 26% anual durante la última década (en 1996 diariamente se cambiaban 1,5 billones de dólares).

ción debería favorecer una equiparación a largo plazo de los precios entre los países, claro que esto se ve contrarrestado a corto plazo por una serie de factores como son los gustos, los costes de transporte, las diferencias en el tratamiento fiscal, la ineficiencia de las redes de distribución, etc.

Si hay un mercado al que la globalización aún no le ha tocado con su varita mágica ese es el laboral. Lógico, las barreras lingüísticas, culturales, educacionales, cualificación profesional, etcétera, se alían para mantener cerrados los países e, incluso, las regiones. En todo caso, hay un serio intento para luchar contra dichos inconvenientes en algunas zonas del planeta como, por ejemplo, los esfuerzos de intercambio educativo entre los países que conforman la Unión Europea (programas como los Erasmus, Sócrates, Lingua, etc.).

La globalización, apoyada en la tecnología, debería impulsar el aumento de la rentas medias a base de asignar los recursos de una manera más eficiente. Ahora bien, esto no quiere decir que los beneficios y los costes se distribuyan de forma equitativa. Porque es de esperar que la mano de obra no cualificada de los países ricos encuentre problemas para conseguir empleo al tener que competir con los sueldos mucho más bajos de otros países, lo que podría desencadenar algún sistema de proteccionismo político en lo que respecta a la libre circulación de mercancías y capitales. Aunque tanto las mejoras tecnológicas como los nuevos instrumentos financieros van a dificultar cada vez más cualquier traba que se intente poner por parte de las autoridades.

Una forma de medir el nivel de integración de los mercados de capitales consiste en calcular la relación existente entre el desequilibrio de la balanza por cuenta corriente y el PIB de los diversos Estados para, posteriormente, hallar su valor medio. Con arreglo a este índice se puede ver que aunque está aumentando (2,5-3%) todavía está lejos de alcanzar los niveles de comienzos de siglo (5-5,5%).

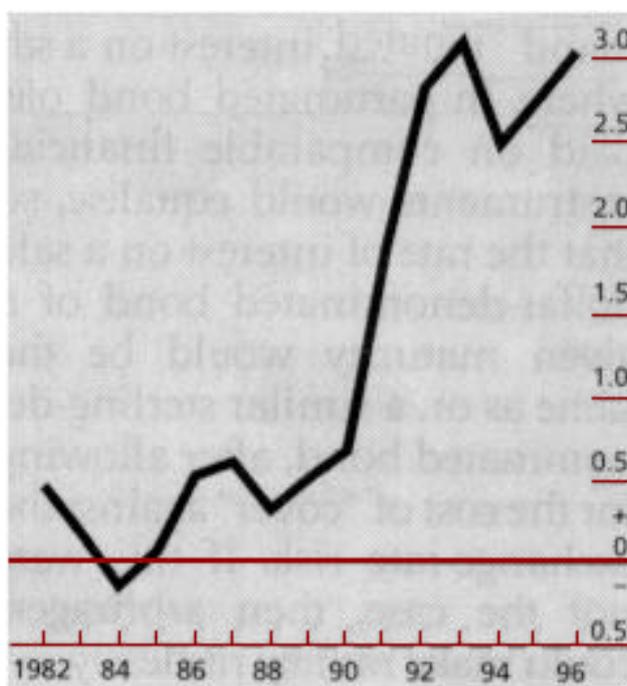


Fig.3 Flujo neto de capitales dirigido a los mercados emergentes como porcentaje del PIB
[Fuente: FMI y The Economist]

La ratio del ahorro nacional “vs” inversión es otra forma de medir lo anteriormente comentado al ser la balanza por cuenta corriente la diferencia entre las cantidades ahorradas e invertidas. En un mundo en el que el capital fluyese eficientemente ambas variables deberían tener una correlación bastante baja. Sin embargo, en los años noventa, sólo el 10% de la inversión doméstica en las economías emergentes ha estado financiada desde el exterior lo que no parece que apoye la tesis de la globalización.

Las teorías del ajuste del tipo de cambio y la globalización

Según la *teoría de la paridad de los tipos de interés* si el mercado de capitales fuese global y estuviese perfectamente integrado, entonces cada activo financiero tendría el mismo precio independientemente del mercado en el que se negociase. Es decir, el rendimiento de los instrumentos financieros similares debería ser el mismo después de corregirlos por el coste de cubrir el riesgo de cambio. En caso contrario los arbitrajistas conseguirían un rendimiento libre de riesgo superior al del mercado. Efectivamente, esto se produce en los países desarrollados debido a que han suprimido sus controles de cambios por lo que el mercado

financiero entre estos países está tan integrado como para que las oportunidades de arbitraje sean mínimas.

Ahora bien, esto no significa que el mercado de capitales sea global, sino simplemente que los rendimientos esperados de los bonos de igual grado de riesgo son iguales, sea cual sea el país de emisión, si se miden en la misma moneda. Por ejemplo, si los inversores opinan que los bonos americanos y los alemanes son perfectamente intercambiables, los movimientos esperados de los tipos de cambio \$/DM serán los mismos que los del diferencial entre sus tipos de interés. Sin embargo, esta condición no se cumple, ni siquiera entre los países ricos, porque los inversores están preocupados por las posibles variaciones no previstas de los tipos de cambio.

Otra prueba de la integración de los mercados la proporciona el denominado *efecto Fisher*, esto es, que el tipo de interés real debería ser el mismo en todos los países. Para que esto ocurra los inversores, no sólo deben creer que los activos financieros de diferentes países son sustitutos perfectos, sino que la variación esperada en los tipos de cambio debe coincidir con el diferencial esperado de inflación entre dos países cualesquiera. En la práctica ambas condiciones no se cumplen ni entre los países desarrollados, imagine lo que ocurre si consideramos a los países en vías de desarrollo. En conclusión, no hay un tipo de interés “mundial” y, por ende, no hay un mercado financiero global.

El efecto contagio

Por contra, la existencia de un mundo financieramente globalizado podría demostrarse a través de uno de sus efectos no deseados: el “contagio”, que se produce en los mercados financieros mundiales cuando surge una crisis importante en alguna zona económica del planeta. Dicho contagio, que afecta de una forma más importante a los mercados emergentes, puede servir de ejemplo de la existencia de dicha globalización como contraposición a lo señalado en los párrafos anteriores.

La crisis asiática, que hizo caer a las bolsas de los principales países emergentes de Asia (1997), contagió a los mercados financieros de Iberoamérica y acabó por destapar definitivamente la profunda crisis japonesa que hasta ese momento estaba, más mal que bien, oculta.

En agosto de 1998 la crisis rusa amenaza con repetir la amarga experiencia. Así el índice IFC que mide los mercados emergentes ha caído un 19% (medido en dólares), situándose a la mitad de su valor en julio de 1997. El rendimiento medio de los bonos de los países emergentes ha visto ampliarse el diferencial con los del Tesoro americano en cuatro puntos porcentuales¹⁴ (hace ocho meses dicho diferencial era de 500 puntos básicos, en agosto es de 900 pb.). Lo que ha llamado la atención de los analistas ha sido el mayor desplome de los mercados y las divisas de los países iberoamericanos en comparación con los de la Europa del Este que, en teoría, deberían ser los más castigados (un 40% de caída de aquéllos contra un 10% de caída de éstos últimos) por su cercanía geográfica al promotor de la crisis.

Veamos algunas ideas de cómo pueden producirse los contagios entre mercados:

- a) El comercio es el vehículo ideal para transmitir el contagio puesto que los países pierden competitividad cuando sus socios devalúan. La crisis asiática es un claro ejemplo donde más de la mitad de sus exportaciones iban a otros países del área. Sin embargo, Rusia apenas importa de la Europa del Este (alrededor de un 5% de sus importaciones en 1997 o entre el 1-2% del PIB de dichos países), excepción hecha de Ucrania que exporta el 10% de su PIB a Rusia por lo que su moneda -la hryvnia- se ha hundido consecuentemente.
- b) El precio de los bienes es otro sistema de contagio. Los países asiáticos son grandes importadores de materias primas por lo que al entrar en crisis sus economías han impulsado a la baja a los precios del petróleo, metales, madera, etcétera, lo que ha perjudicado a Iberoamérica puesto que éstas representan casi la mitad de sus exportaciones (lo mismo que a Rusia, gran exportador de materias primas, fomentando -aunque no es la única razón- la crisis económica rusa).
- c) El tercer vehículo de contagio es el más nervioso y rápido a la hora de actuar, nos referimos a los inversores. A la mínima señal de peligro los gestores de fondos retiran sus inversiones de una zona determinada cambian la moneda local por dólares, marcos u otra moneda refugio y reinvierten su dinero en economías estables.

¹⁴ La calificación del riesgo de la deuda rusa el 18 de agosto de 1998 según Standard & Poor's se situó en CCC cuando el día anterior era de B+.

Como es lógico, las economías más débiles son las que más sufren (véase la tabla 2).

Estado	Variación
Grecia	+60%
Israel	+5%
Turquía	-2%
China	-8%
Chequia	-10%
Hungría	-12%
Méjico	-30%
Taiwan	-35%
Brasil	-40%
Argentina	-42%
Chile	-42%
Hong Kong	-52%
Tailandia	-70%
Corea del Sur	-72%
Malasia	-80%
Rusia	-82%
Indonesia	-90%

Tabla 2. Variación de los mercados de valores desde el 1-julio-1997 hasta el 19-agosto-1998 (% cambio en términos de dólares) [Fuente: Datastream/ICV]

La globalización y el FMI

La globalización de los mercados financieros hace necesaria la definición de mecanismos que prevengan crisis, cuyo impacto general sería mucho mayor y más rápido que en ausencia de un mercado tan integrado. En esta línea se plantea una reforma para propiciar lo que el FMI denomina una *liberalización ordenada* de los movimientos de capital. Esto implica la concesión de más poderes al FMI con el fin de que establezca mecanismos que le permitan controlar la liberalización mundial de capitales. Ello unido a un aumento de las cuotas con el objeto de dotar al Fondo de más recursos para reforzar el sistema financiero internacional y hacer frente a una posible crisis como la que experimentó México en el bienio 1994-1995, o las más reciente crisis del sureste asiático y de Rusia. Esta revisión al alza se efectuó en febrero de 1998, siguiendo así la línea planteada por el Comité interino del FMI, aunque hay sectores que opinan que este aumento ha sido insuficiente.

Esta postura no debe interpretarse en modo alguno como un deseo del Fondo de establecer límites a la libre circulación de capitales. Muestra de ello es la posición defendida por el FMI a propósito de la reunión de primavera del Fondo y el Banco Mundial, que se ha celebrado en abril de 1998, en la que se ha considerado necesario estrechar la supervisión bancaria a través del Banco Internacional de Pagos de Basilea. En lo que respecta a la crisis económica por la que atraviesa Japón, se han descrito como elementos fundamentales para que la economía nipona consiga superar su situación, la necesidad de liberalizar mercados, un profundo cambio en el sector financiero y la consolidación del sector bancario, la reforma fiscal, y una normalización del sector inmobiliario. Adicionalmente, con el fin de canalizar las presiones que se pudieran producir en una economía tan globalizada, se ha propuesto la necesidad de reforzar un sistema comercial multilateral libre y abierto, y es en este sentido en el que se desarrolló la última Ronda de negociación del GATT, y el espíritu con el que se realizan las reuniones en el seno de la OMC, como quedó patente en el Acuerdo Multilateral sobre la Inversión (AMI).

El efecto de la globalización sobre la banca de inversión

El negocio de la banca de inversión se subdivide en tres partes: a) el aseguramiento y venta de las nuevas emisiones de acciones y bonos; b) la creación de mercados para los activos financieros anteriores de cara a que los inversores puedan comprarlos o venderlos; c) la venta de todo tipo de asesoramiento a empresas y gobiernos (fusiones y adquisiciones, ofertas públicas de venta, privatizaciones, ofertas públicas de exclusión, reestructuración, etc.).

En los próximos años esas tres áreas del negocio de la banca de inversión van a experimentar un auge muy importante debido a una serie de razones entre las que destacaremos: la aparición del euro como moneda sustitutoria de un buen número de divisas europeas va a obligar a las empresas de la UE a una reestructuración forzosa para hacer frente a la fusión de sus mercados nacionales en un sólo mercado con una única moneda. Por otro lado, las cada vez más florecientes economías de los países emergentes van a necesitar la colaboración de la banca de inversión para ayudarles a conseguir los recursos financieros necesarios (provenientes del extranjero) que alimenten el proceso de crecimiento. En el mundo occidental hay un porcentaje de la población cada vez mayor que ahorra y que necesita consejo de dónde colocar su dinero de tal manera que le proporcione el máximo

rendimiento al menor riesgo posible, lo que ha disparado el crecimiento de los fondos de inversión y de los fondos de pensiones. Los mercados de capitales están imbricados en la economía real cada vez con mayor fuerza a través de procesos como el de la titulización que convierte la financiación de hospitales, hipotecas, etcétera en activos financieros negociables.

Sin embargo, y a pesar de un futuro tan esperanzador como el dibujado en el párrafo anterior, es preciso señalar que desde comienzo de los años ochenta la banca de inversión ha visto crecer sus oportunidades de negocio y sus operaciones pero, curiosamente, ha visto desplomarse sus márgenes y sus rendimientos financieros. Una explicación a esta contradicción puede surgir del hecho de que su papel de intermediario en un mundo donde la información era escasa y difícil de conseguir, donde las comunicaciones dejaban mucho que desear y donde, por ende, los mercados financieros tendían más a la ineficiencia que a todo lo contrario, era un papel que valía dinero lo que se reflejaba en sus fuertes comisiones. Pero durante los años ochenta todo ello cambió y mientras la necesidad de contar con este tipo de intermediario ascendía, también lo hacían y a un ritmo vertiginoso los sistemas informáticos lo que producía un abaratamiento impresionante en la consecución de la información a nivel mundial, junto a un sistema de comunicaciones que hace parecer prehistórico al de la década pasada. En conclusión los mercados financieros se volvieron cada vez más eficientes haciendo desplomarse los costes de intermediación y, por tanto, los márgenes y rentabilidades de la banca de inversión. Así, las comisiones en la negociación de acciones han descendido a razón de un 5% anualmente durante los últimos diez años, mientras que las de los bonos han descendido entre 3-7% anual según la divisa en el mismo plazo de tiempo.

Este proceso aún no ha terminado ni se ha estabilizado, un ejemplo, la red Internet desde 1994 hasta 1998 ha sufrido un crecimiento exponencial de tal calibre que actualmente las grandes compañías de informática y comunicaciones están diseñando sistemas que en un quinquenio (una década parece demasiado lejos) aumenten la capacidad de comunicación y la velocidad de transmisión de datos a unos niveles que aún hoy nos pueden parecer de ciencia ficción¹⁵; dicha red llega a todos los hogares del mundo y suministra

¹⁵ La denominada "internet 2", que pretende multiplicar por 1.000 la velocidad de transmisión, ya está comenzando a operar a comienzos de 1.998 entre las universidades norteamericanas.

cualquier tipo de información y, en concreto, la información financiera es una de las más fácilmente disponibles (a través del teléfono o el modem se puede operar con el banco comprar y vender activos financieros, suscribir fondos de inversión, o consultar la cotización de cualquier valor o mercancía en los principales mercados mundiales, etcétera).

Por otro lado, los grandes inversores están comenzando a encontrar formas de operar en los mercados financieros sin necesidad de acudir obligatoriamente a un banco de inversión para que actúe de intermediario financiero a través de intermediarios electrónicos cuyos costes son mucho más bajos que los cargados por aquéllos, y que comunican directamente a las bolsas las operaciones realizadas (la bolsa de Arizona y la británica Trade-point son dos ejemplos, pero no los únicos, que ya admiten este tipo de negociación a través del que los gestores de fondos pueden negociar directamente).

Ante la fuerte atracción ejercida por el auge del negocio de la banca de inversión han hecho su aparición en este mercado los grandes bancos comerciales a través de potenciar sus filiales de banca de inversión lo que está animando los procesos de fusión y adquisición entre ambos tipos de bancos (aunque este proceso no sólo se produce por este motivo sino también por las caídas de los rendimientos financieros). Esto ha llevado a reducir las comisiones en este mercado y a potenciar los costes de personal (salarios, bonificaciones etc.), que representan más del 50% de los costes de un banco de inversión. Si los costes aumentan y se reducen las comisiones el futuro no parece ser muy halagüeño y si además resulta que los grandes fondos de inversión, que son los clientes idóneos de la banca de inversión, no sólo comienzan a operar directamente en bolsa sino que además crean sus propios departamentos de análisis y negociación (como Fidelity, Axa y otros), lo que les evita tener que acudir a los intermediarios financieros tradicionales, acaba resultando que aunque la tarta parezca crecer no está claro qué parte de la misma va a ir a parar al estómago de los bancos de inversión.

Por ello, algunos de éstos últimos han comenzado a contraatacar adquiriendo a las gestoras de fondos de inversión (la fusión de los bancos suizos UBS y SBC, y la compra de la gestora británica Mercury Assets Management por parte de Merrill Lynch son dos claros ejemplos de esta tendencia). Otra forma de defensa ha consistido en financiar aquellos negocios deficitarios (la negociación y venta de acciones, y el aseguramiento de emisiones de bonos) a través de los recursos financieros que generan los negocios rentables (el

aseguramiento de las emisiones de nuevas acciones, el asesoramiento en los temas de fusiones y adquisiciones, y la negociación en el mercado de bonos) y esto se está consiguiendo a base de fusiones y adquisiciones en el sector de la banca de inversión. El resultado es que aquellos bancos que tienen un área deficitaria la escinden (Barclays vendió Barclays de Zoete Wedd, o NatWest se deshizo de NatWest Markets, por ejemplo) salvo que sean capaces de financiarla con los resultados de otro área que tenga superávit lo que no resulta nada fácil.

Otra forma de actuar de cara a contrarrestar el estrechamiento de los márgenes consiste en asumir más riesgos ya sea aumentando el riesgo específico del negocio (llegando incluso a duplicar su apalancamiento) a base de asumir en solitario el riesgo de asegurar una emisión de acciones en lugar de repartirlo a través de un sindicato de entidades aseguradoras; o bien, invirtiendo más dinero propio en los mercados financieros (así sus salas de operaciones de lo que se denomina “proprietary tradings” actúan como un fondo de cobertura interno, adquiriendo acciones del banco, que utilizan como garantía de grandes empréstitos, que permitirán invertir grandes sumas de dinero en el mercado financiero) tal como hacen, por ejemplo, Goldman Sachs, Salomon o Bear Stearns.

Ese aumento de riesgo del que se hablaba en el párrafo anterior ha llegado a provocar grandes pérdidas a diversos bancos de inversión alguno de los cuales ha trascendido más allá de su propio ámbito (Barings, Daiwa, Kidder Peabody, Salomon, Chase Manhattan, NatWest...). Esto ha forzado a los bancos a incrementar las medidas de control de riesgos, medidas que resultan insuficientes si los bancos se encuentran en un proceso de crecimiento que dificulta sobremanera la gestión de los nuevos riesgos asumidos.

Por si fuera poco, los bancos de inversión actuales se encuentran sometidos a problemas de agencia doblemente graves con respecto a las empresas no financieras. Esto se debe a que el agente de los accionistas es el equipo directivo (hasta aquí lo normal), pero éste delega el poder real en los operadores, que actúa como agente de dicho equipo, lo que induce a pensar a los accionistas el que dichos operadores no estén comprometidos con la idea de creación de valor y se dediquen a apostar su dinero alegremente asumiendo más riesgos de los debidos.

Banco de inversión	Cuota de mercado
Merril Lynch	13%
Goldman Sachs	10%
Salomon/Smith Barney	9,5%
Morgan Stanley/Dean Witter, Discover	9%
J.P. Morgan	7%
Lehman Brothers	6,5%
CSFB/BZW	6,5%
UBS/SBC Warburg, Dillon Read	6%
Bear Stearns	3,5%
Donaldson, Lufkin, Jenrette	3%
Deutsche, Morgan Grenfell	2%
Chase Manhattan	1,5%

Tabla 3. Cuota de mercado de los principales bancos de inversión en 1996
[Fuente: *The Economist*, R. Smith NYU]

La tendencia actual es la de combinar, mediante un proceso de fusiones y adquisiciones, bancos de inversión y sociedades de bolsa en la idea de que un grupo poco numeroso de competidores pueda crear unas barreras de entrada suficientemente altas que permitan mantener las comisiones en un nivel aceptable, al mismo tiempo que consigue bajar los altos sueldos de los directivos y operadores. Pero, es preciso tener en cuenta que esto no garantizará que los márgenes no sigan descendiendo dado que el proceso de desintermediación financiera continua imparable y los oligopolios pueden convertirse en un lugar de competencia extremadamente fuerte (véase el caso de la aviación y de la automoción, por ejemplo).

Conclusiones

Como se ha podido apreciar en lo expuesto a lo largo de este trabajo hay posturas encontradas acerca de la existencia o no de una economía mundial globalizada, aunque sí parece deducirse que dicha globalización existe en el mercado financiero. También hay posturas encontradas en cuanto los efectos que dicho proceso puede ejercer sobre la economía de los diferentes países.

Lo que sí parece claro es la existencia un mercado financiero internacional globalizado que se ha ido gestando en las dos últimas décadas debido a la desintermediación producida en la finanzas, a la aparición de nuevos instrumentos financieros que lidian con casi cualquier tipo de riesgo asumido y a la mejora de los sistemas informáticos y de telecomunicación. Todo esto ha desembocado en una serie de movimientos espectaculares de cara a reestructurar a los agentes financieros a base fusiones, adquisiciones, alianzas y escisiones entre los bancos comerciales, la banca de inversión y las grandes gestoras de fondos de inversión.

Dicha globalización del mercado financiero se nota sobre todo cuando surge una crisis en alguna zona económica de cierta importancia, automáticamente se ven sacudidos los demás mercados financieros. Es el denominado “efecto contagio”. Éste hace que la discusión sobre si la economía mundial está o no globalizada pase a un segundo plano porque en dicho instante la economía real de los países corre el riesgo de verse sacudida por la economía financiera globalizada. Es decir, las finanzas internacionales hacen de canal de transmisión de la globalización económica para lo bueno y para lo malo.

Bibliografía

- BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS: *Recent Innovations in International Banking*. BIS. Basilea. Abril 1986
- COOPER, Ian: “Financial Innovations: New Markets Instruments” *Oxford Review of Economic Policy*. Nov. 1986
- DALLARA, Charles: “Globalization calls for extending IMF’s role”. *IMF survey*, 26-May-1997
- DIEZ, Luis y MASCAREÑAS, Juan: *Ingeniería Financiera*. McGraw Hill. Madrid. 1994 (2ª ed.)
- DRUCKER, Peter: “The global economy and the nation-state”. *Foreign Affairs*, Sep-Oct. 1997
- FABOZZI, Frank y MODIGLIANI, Franco: *Foundations of Financial Markets and Institutions*. Prentice Hall. Englewood Cliffs (NJ) 1994
- FMI: “Globalization calls for extending IMF’s role”. *IMF Survey*. 26, May, 1997, pag. 155-158.
- GALITZ, Lawrence: *Ingeniería Financiera*. Folio. Barcelona. 1994.
- GONZALEZ, Sara y MASCAREÑAS, Juan: “Macromergers, EMU and globalization”. Comisión Europea. DG X. Bruselas. 1998. (en prensa).
- GRABBE, J.O.: *International Financial Markets*. Prentice Hall. Englewood Cliffs (NJ) 1996 (3ª ed.).
- HARRIS, Stephen y PIGOTT, Charles: “Services financiers: Un nouvel environnement”. *L’Observateur de l’OCDE*, nº 206, junio-julio 1997.
- MASCAREÑAS, Juan y CACHON, José: *Activos y Mercados Financieros. Las Acciones*. Pirámide. Madrid. 1998 (2ª ed.)
- MILLER, Merton: “Financial innovation: The Last Twenty Years and the Next”. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Diciembre. 1986. Pp.: 459-471
- TANIGUCHI, Makoto y WEST, John: “Vers une économie mondialisée”. *L’Observateur de l’OCDE* nº207, agosto-septiembre 1997.

- THE ECONOMIST: "One world?". 18 de octubre de 1997. Pp.: 103-104
THE ECONOMIST: "Capital goes global". 25 de octubre de 1997. Pp.: 99-100
THE ECONOMIST: "Trade winds". 8 de noviembre de 1997. Pp.: 99-100
THE ECONOMIST: "Worldbeater, Inc". 22 de noviembre de 1997. Pp.: 108-109
THE ECONOMIST: "Bearing the weight of the market". 6 de diciembre de 1997. Pp.: 90-91
THE ECONOMIST: "Fool's gold". 13 de diciembre de 1997. Pp.: 75-77
THE ECONOMIST: "The perils of global capital". 11 de abril de 1998. Pp.: 64-66
THE ECONOMIST: "Emerging-market measles". 22 de agosto de 1998. Pág.: 56