

Globalización financiera

Alfredo Arahuetes García

Dentro de la serie de artículos dedicados a la globalización económica, se plantea ahora el tema de la globalización de las finanzas. La amplia liberalización financiera internacional que se originó a partir de 1974, impulsada por EE UU, ha dado lugar desde entonces a una gran libertad de movimientos de capital que, junto al desarrollo de las nuevas tecnologías de la información, ha estimulado un amplio proceso de globalización financiera, no exento de controversia sobre su naturaleza y algunas de sus principales características. La globalización financiera plantea importantes desafíos tanto para los países industrializados como para los países en desarrollo, pero son estos últimos los que presentan una mayor vulnerabilidad.

* Este artículo se basa, en gran parte, en el epígrafe de mercados financieros internacionales contenido en el artículo «El proceso de Globalización de la Economía en las últimas décadas del siglo XX» que publiqué en *Luces y Sombras de la Globalización*, Universidad Pontificia Comillas de Madrid, 2000.

Antecedentes: la *Pax Británica*

La naturaleza y las características del proceso reciente de globalización financiera se presentan con mayor claridad cuando se contrastan con los mismos elementos tal y como cristalizaron en la anterior etapa de globalización, es decir en el época de la *Pax Británica*. Son varios los autores que sostienen que en el periodo de la *Pax Británica*, principalmente en la segunda mitad del siglo XIX y los primeros años del siglo XX hasta 1914, existió un proceso de libertad de movimientos de capital y, por tanto, de integración financiera a nivel internacional muy superior al que se ha registrado hasta nuestros días. En este sentido cabe preguntarse *si existió en aquel entonces un proceso de globalización financiera de características similares al actual e incluso de superiores dimensiones*.

Durante la etapa de la hegemonía inglesa hasta la I Guerra Mundial existió una elevada integración financiera entre los países en el ámbito internacional. Los flujos financieros originarios de Gran Bretaña representaban el 9 por ciento del PIB, porcentaje similar a los alcanzados por Francia, Alemania y Holanda¹. Estudios² realizados para un amplio grupo de países, del centro y de la periferia del sistema internacional, señalan la existencia de significativas diferencias entre el ahorro y la inversión de los países en esta época, lo cual refuerza la conclusión de que existía un volumen elevado de flujos financieros entre los países con exceso de ahorro y los que carecían de los recursos necesarios para su crecimiento y acudían a complementar su insuficiente ahorro interno con el ahorro externo que proporcionaban aquellos.

No obstante, a pesar de la amplitud del proceso de integración financiera y de la dimensión de los recursos, participaban en él un reducido grupo de países formado por gran parte de los países que en la actualidad son países industrializados y un pequeño grupo de países de la periferia, hoy economías emergentes. En los entonces países periféricos –que hoy son un gran número de países en desarrollo– los flujos financieros se dirigían, y en la práctica se concentraban, en compañías de ferrocarriles y en bonos de los gobiernos, y de forma marginal en actividades extractivas y

Brown, Michael Barret: *After Imperialism*, pp. 108 y 109, Londres: Heimann, 1963.

Feldstein, M y Horioka, Ch.: «Domestic Saving and International Capital Flows», en *Economic Journal*, vol. 90 (1980).

en servicios públicos. Así, de los flujos financieros británicos que se dirigieron entre 1865 y 1895 a Argentina, Australia, Canadá y Estados Unidos, nueve de cada diez libras se destinaron a ferrocarriles y bonos del gobierno³.

Comparado este perfil inversor con el que se registra en la actualidad en los «países emergentes»⁴, que son el grupo que recibe mas flujos financieros dentro de los países en desarrollo, el contraste resulta significativo: a) en aquella época existía un muy bajo nivel de flujos financieros de corto plazo en comparación con el que se registra en la actualidad, b) en las dos últimas décadas de este

final del siglo XX, los flujos financieros de préstamos (sean préstamos propiamente dichos, bonos u otro tipo de activos financieros) son obtenidos por los bancos que integran los sistemas financieros, por otras

actividades financieras, por empresas manufactureras y por empresas de servicios comerciales, c) los Estados han continuado siendo uno de los principales prestatarios⁵ en los mercados financieros en proporciones superiores a las registradas en la etapa del patrón oro, y d) las inversiones directas representan un fenómeno con características muy distintas y dimensiones superiores a las vigentes en aquella etapa⁶.

*en 1866, la información entre
Londres y Nueva York tardaba al
menos 3 semanas; después, se
redujo a un día*

³ Davis, Lance E. y Robert Gallman: «Waves, Tides and Sandcastles: The Impact of Foreign Capital Flows on Evolving Financial Markets in the New World, 1865-1914»; 1999, citado en Bordo, Eichengreen e Irwin, 1999.

⁴ Antoine W. Van Agtmael, un empleado de la Corporación Financiera Internacional del Banco Mundial fue quien acuñó la denominación «mercados emergentes» en 1981, con el propósito de fomentar la canalización de financiación internacional hacia países en desarrollo con grandes posibilidades de mejorar sus condiciones para lograr un crecimiento económico estable que mejore la convergencia de su renta con los países mas avanzados. Este grupo de países emergentes está formado por: China, India, Malasia, Indonesia, Tailandia, Vietnam, Filipinas; en América Latina, México, Brasil, Chile, Argentina, Perú; en Europa del Este, Rusia, Hungría, Rumania y la República Checa; en Oriente Medio, Israel, Egipto, Marruecos y los países árabes productores de petróleo; y en Africa, Sudáfrica, Costa de Marfil y Nigeria; y Turquía.

⁵ *Global Financial Stability Report* (2003).

⁶ Puede verificarse en los informes anuales *-World Investment Report -* que publica UNCTAD.

Elementos determinantes: la mejora de la información

¿Cuáles son los factores que han determinado que la integración financiera sea mayor en la actualidad que la que existía hasta 1914? La mayor o menor integración está relacionada con: la asimetría de la información, la seguridad de los contratos y el riesgo macroeconómico⁷.

Con ser cierta la importancia de los tres elementos señalados, el estado de las comunicaciones y los cambios tecnológicos desempeñan una gran influencia en la evolución de las actividades financieras. Antes de la inauguración del cable telegráfico trasatlántico en 1866, la información entre Londres y Nueva York tardaba al menos 3 semanas; después, con el cable en funcionamiento se redujo a un día. Las sucesivas mejoras tecnológicas en el cable hicieron posible que ya a la altura de 1914 el tiempo de transmisión de la información fuese inferior a un minuto⁸. El siguiente avance fue el teléfono, que primero se difundió a escala nacional y sólo después a escala internacional, con la conexión entre Europa y Estados Unidos en 1900.

Obviamente, junto a los problemas de la transmisión de la información estaban los de la evaluación de la información transmitida que a pesar de todo dificultaba la distinción entre buenos y malos créditos. Esta situación de asimetría de la información determinaba una adversa selección de préstamos que perjudicaba a los prestatarios lejanos frente a los próximos al realizarse una evaluación del riesgo de crédito ante la subida de los tipos de interés; además, existían dificultades añadidas incorporadas a la asimetría derivada de las dificultades de seguimiento y de control de las actividades económicas destinatarias de los préstamos.

La información asimétrica explica la enorme proporción de préstamos que se dirigieron y concentraron en ferrocarriles y empréstitos gubernamentales y la escasa atención prestada a actividades muy lucrativas como el comercio, las finanzas y una amplia gama de sectores industria-

Bordo, Michael, Barry Eichengreen y Douglas A. Irwin: Is Globalization Today Really Different Than Globalization a Hundred Years Ago?, National Bureau of Economic Research, *Working Paper* n° 7195, Cambridge, 1999.

Garbade, Kenneth, y Silber, William L.: «Technology, Communication and the Performance of Financial Markets, 1840-1975», *Journal of Finance* 33, pp. 819-832, 1978.

les. Asimismo, explica el hecho de que en los flujos financieros predominasen los préstamos y bonos frente a la reducida importancia de las aportaciones de capital en empresas o a la participación en proyectos de inversión.

La enorme relevancia en los flujos financieros internacionales de las inversiones de cartera (mediante bonos) y de los préstamos relegó a un discreto segundo plano a las inversiones directas. De nuevo en este caso, la información asimétrica jugaba en contra del crecimiento de las inversiones directas, ya que eran arriesgadas por tenerse que desenvolver en un entorno extraño, y aunque las oportunidades presentadas eran claras, no resultaba fácil despejar la incertidumbre sobre su rentabilidad.

*desde el comienzo de los años noventa
los países de América Latina
volvieron a despertar el interés de las
empresas inversoras de los países
industrializados*

La incertidumbre sobre la tasa de rentabilidad de las inversiones en países distintos al del inversor no dependía exclusivamente de las características propias de la actividad en las que se llevaba a cabo la inversión, sino que dependía también de la estabilidad del tipo de cambio del país receptor. De ahí que fuesen bien acogidas las inversiones de cartera en los países integrados en el patrón oro o las de aquellos que realizaban sus emisiones de títulos de deuda en libras esterlinas. Estos países presentaban una mayor seguridad para los inversores, y aunque no podían incurrir en situaciones de inestabilidad derivadas de alteraciones de sus tipos de cambio, podían atravesar por situaciones de un riesgo de crédito más elevado por las dificultades para atender sus compromisos financieros en oro o en libras.

Geografía e historia de la globalización financiera

Si, como los hechos parecen indicar, los flujos financieros tendían a concentrarse en un reducido grupo de países, cabe preguntarse *¿actúan realmente los mercados financieros internacionales como eficientes distribuidores de ahorro?* De ser así, *¿el ahorro se desplaza desde los países industrializados donde se genera hacia los países en desarrollo donde se presentan atractivas oportunidades de inversión?*

La crisis de Bretton Woods y la del petróleo de finales de 1973 determinaron un giro copernicano en las relaciones financieras internacionales. El sistema de control de cambios que limitaba los movimientos de capital que caracterizaron la época de la «edad dorada»⁹ dio paso al desmantelamiento de las restricciones a la libre circulación de capitales en los países industrializados, liderada por Estados Unidos. Este proceso de eliminación de obstáculos a los movimientos de capital coincidió con la desregulación de los mercados financieros nacionales y la introducción de importantes innovaciones financieras. De esta forma, la desaparición

de las barreras que impedían la libre circulación de capitales, la desregulación financiera de los mercados nacionales y la aparición de nuevos instrumentos financieros junto con la reducción de los costes de transacción y las innovaciones en las telecomunicaciones, determi-

*dentro de este proceso de expansión
internacional de las inversiones
directas, los antiguos países
comunistas de la Europa del Este, han
sido los países con mayor capacidad
de absorción de inversiones directas*

aron una enorme expansión de las transacciones financieras transfronterizas¹⁰.

Esta expansión financiera se verifica al analizar la evolución de las corrientes financieras. Así, los flujos financieros brutos han crecido desde principios de los años setenta a niveles increíbles. En esos años, las transacciones internacionales en acciones y bonos entre las economías avanzadas apenas alcanzaron el 10 por ciento del PIB, en tanto que a mediados de los años 90 eran superiores al 100 por ciento del PIB¹¹. De igual forma crecieron los flujos de inversiones directas –fiel reflejo de las operaciones que realizan las empresas de unos países en otros en actividades de explotación de recursos naturales y materias primas, industriales y de servicio– que en los años noventa y en los primeros dos mil han llegado a multiplicar por 9 el monto de finales de los años setenta.

Se denomina así al periodo de Bretton Woods 1950-1971/73.

Goldstein, Morris y Michael Mussa: «The integration of World Capital Markets», IMF, documento de trabajo n° 93/95.

International Monetary Fund: «Meeting the Challenges of Globalization in the Advanced Economies», *World Economic Outlook*, Cap III, pág. 67, mayo, 1997.

Al contrario de la dinámica que se verificó hasta los primeros años setenta, las inversiones directas que por su origen, al menos un 90 por ciento, proceden de los países industrializados, desde los primeros años ochenta también se concentraron en su destino en los mercados de los propios países avanzados. A excepción de los NICs asiáticos, el resto del mundo en desarrollo incluidos los países de América Latina –principalmente por los efectos negativos derivados de la crisis de la deuda externa– quedaron marginados del proceso de atracción de inversiones directas internacionales.

Sólo desde el comienzo de los años noventa tras la definición de un nuevo marco de tratamiento del problema de la deuda externa¹² y de la aceptación del «Consenso de Washington», los países de América Latina volvieron a despertar el interés de las empresas inversoras de los países industrializados. Para ello tuvieron que desplegar un amplio conjunto de estímulos entre los que sin duda cabe destacar la definición de modelos de crecimiento abiertos a la economía internacional y la puesta en marcha de procesos de privatización de empresas públicas en un contexto de liberalización y desregulación de sus mercados nacionales.

Mientras tanto en esta misma década, los países asiáticos continuaron su proceso de creciente atracción de inversiones directas, lo que permitió que esta zona se mantuviese como la principal receptora de inversiones del mundo en desarrollo. Dentro de este proceso de expansión internacional de las inversiones directas, que realizan sobre todo las empresas multinacionales, fueron incorporados – tras la caída del muro de Berlín en noviembre de 1989– los antiguos países comunistas de la Europa del Este y las nuevas repúblicas surgidas con la descomposición de la Unión Soviética, grupo de países que hoy integran las denominadas «economías en transición»; en este grupo, Hungría, la República Checa, Polonia y Rusia –por este orden– han sido los países con mayor capacidad de absorción de inversiones directas, si bien debe señalarse que en los años noventa el volumen de inversiones en Hungría ha duplicado las que se dirigieron a Rusia.

Al igual que se registra una concentración de las inversiones directas en un reducido grupo de países de las «economías en transición», también

¹² Nos referimos al Plan Brady.

había sucedido así en los casos de los países en desarrollo de Asia y América Latina. En Asia las inversiones directas se han dirigido a: China (de forma creciente desde 1983), Taiwan, Singapur, Hong Kong, Tailandia, Malasia, Indonesia y Filipinas; y en América Latina en un 90 por ciento se han concentrado en: Brasil, Argentina, México, Chile, Perú y Colombia. Los países de Oriente Medio se estancaron desde finales de los años setenta en su capacidad de atracción de inversiones directas, y los de África han quedado, en la práctica, completamente marginados del proceso, a excepción de las inversiones «tradicionales» mantenidas por empresas extractivas en algunos países, y en nuevas actividades en servicios turísticos.

los déficits en la balanza de cuenta corriente de los países con insuficiencia de ahorro son relativamente reducidos respecto al PIB

Cantidades de la globalización financiera

La intensificación de las relaciones financieras internacionales también se verifica cuando se observa la evolución del volumen de transacciones que en promedio diario se realizan en el mercado de divisas (en operaciones al contado, directas a término y *swaps* de divisas) que ha pasado de ser inferior a 100 mil millones de dólares de U.S. en los años setenta, a 200 mil millones a mediados de los años ochenta y a 1.4 billones¹³ de dólares en la segunda mitad de los años noventa.

Sin embargo, esta creciente globalización financiera no parece tan importante cuando se la somete a contraste utilizando otras referencias. Si la globalización fuese tan amplia, señalan diversos autores¹⁴, muchos países con bajas tasas de ahorro no tendrían que preocuparse porque gozarían de los recursos externos suficientes para aumentar sus inversiones (formación bruta de capital fijo). La realidad es que los déficits en la balanza de cuenta corriente de los países con insuficiencia de ahorro son relativamente reducidos respecto al PIB, al igual que los superávits de los

¹³ Billones debe entenderse como millones de millones.

¹⁴ Feldstein, M y Horioka, Ch.: «Domestic Saving and International Capital Flows», en *Economic Journal*, vol. 90 (1980).

países con exceso de ahorro. Además, se ha constatado¹⁵ que en un amplio grupo de países industrializados se registra una alta correlación entre el ahorro interno y la inversión, que indicaría que todavía en la actualidad la inversión nacional se sigue financiando, principalmente, con ahorro interno, de lo que a su vez se deduciría la existencia de una baja movilidad internacional de capitales.

El criterio de la elevada correlación ahorro-inversión no determina de manera exclusiva el grado de movilidad internacional de capitales y, por tanto, la dimensión de la integración financiera. Existe al menos otro criterio de medición de la movilidad: la convergencia en precios de los activos financieros. Si se constata la convergencia en los precios de activos financieros similares en distintos países, se explicaría por la existencia de libre circulación de capitales, que ocasiona la tendencia a la igualación de la rentabilidad de los mismos. En caso contrario –y en ausencia de riesgo de variación de los tipos de cambio– los diferenciales de rentabilidad se deberían a los mayores costes de transacción e información, a los obstáculos a la libre movilidad de capitales, al riesgo político y al riesgo de incumplimiento de compromisos financieros.

A raíz del acelerado descenso de los costes de transacción y de la eliminación de los controles de capital, «el diferencial entre los tipos de interés vigentes en un país y en el extranjero ha descendido acusadamente en los últimos quince años y en la actualidad es muy reducido entre la mayoría de las principales economías avanzadas, lo que parece indicar que existe un grado muy alto de integración [financiera]»¹⁶. La única salvedad es la más lenta convergencia de los tipos reales de interés tanto a corto como a largo plazo (en este caso dependen de las variaciones diferenciales de los precios y a pesar de la convergencia que también se ha registrado en este campo, todavía existen diferencias, por más que sean cada vez más reducidas)

¹⁵ Taylor, Alan M.: «International Capital Mobility in History: the Saving-Investment Relationship», NBER Documento de Trabajo n° 5743, Cambridge, Massachussets, 1996. Y también en Goldstein y Mussa, op. cit.

¹⁶ International Monetary Fund: «Meeting the Challenges of Globalization in the Advanced Economies», *World Economic Outlook*, Cap III, mayo, 1997.

Nuevos rasgos de los mercados financieros

La libre circulación de capitales, la desregulación de los mercados financieros nacionales, la innovación financiera y la inmediatez y bajo coste de transmisión de gran cantidad de datos con el cambio tecnológico que han introducido las nuevas tecnologías de la información han contribuido a la aparición de los nuevos rasgos.

Los inversores de los países industrializados han destinado cantidades crecientes de recursos a la compra de acciones en las bolsas de valores de otros países; así, en el caso de Estados Unidos, a finales de la década de los años noventa se había multiplicado por 200 veces el volumen de este tipo de transacciones que se realizaba a comienzos de los años setenta; además, los mercados de valores están estrechamente vinculados a través de diversos mecanismos (acciones, agentes inversores, operadores etc.), de forma que el mercado de capitales se ha vuelto mas global.

La magnitud de los recursos invertidos por inversores institucionales no ha dejado de crecer desde comienzos de los años ochenta. A finales de los noventa, los fondos de pensiones, los fondos mutuos y otros inversores institucionales movían 22 billones de dólares U.S., doce veces los recursos que gestionaban en 1980 (en este caso sin tener en cuenta las inversiones que llevan a cabo los famosos *Hedge*¹⁷ *funds*; este hecho ha llevado a destacados expertos financieros a señalar que «el dinamismo de la economía global en la actualidad ya no descansa en el comercio de coches, acero y trigo, sino en las transacciones de activos financieros y de divi-

¹⁷ Famosos, además de por su secretismo, por constituirse como grandes fondos de recursos para ser invertidos en activos y operaciones de alto riesgo y, por tanto, con expectativas de alta rentabilidad. Los *Hedge funds* realizan inversiones no sólo a partir de las aportaciones de los participantes individuales sino también de recursos aportados por bancos y por otros inversores institucionales como fondos mutuos y fondos de pensiones. El primer *Hedge fund* fue fundado en 1949, pero adquirieron una gran notoriedad desde finales de la década de los años ochenta. En la actualidad existen aproximadamente 3.500 *Hedge funds* que gestionan recursos por un valor de 250 mil millones de dólares. Pero su potencialidad inversora es mucho mayor puesto que gozan de una gran capacidad de apalancamiento. Esta capacidad de apalancamiento y el hecho de canalizar inversiones con recursos procedentes de bancos e inversores institucionales se puso de manifiesto con la crisis de un importante *hedge fund* a finales de 1998, el LTCM (Long Term Capital Management), que obligó a una inusual intervención de la Reserva Federal estadounidense para evitar que la crisis de este *hedge fund* arrastrase a importantes bancos e instituciones de colectivas de inversión.

sas». Algunos de ellos han ido un poco más lejos y han señalado que «no es ya la economía real la que conduce y orienta el acontecer de los mercados financieros, sino que por el contrario es la economía financiera y por tanto, los mercados financieros los que conducen la marcha de la economía real». Esta afirmación lleva implícita la consideración de que en la actualidad la riqueza se crea en el ámbito financiero y que se ha superado el tiempo en que la creación de riqueza estaba sujeta al lento discurrir de la producción de bienes y servicios, a la marcha de la economía real.

Con ese supuesto sólo quedaría encontrar la realidad que proporcione el adecuado soporte, y ésta la encuentran en el hecho de que, cuando se produce un incremento de un 15 por ciento en el valor de las acciones de Wall Street, la riqueza de los inversores propietarios de las mismas aumenta en 1,7 billones de dólares U.S., lo que representa un valor superior al de la producción industrial de EE UU en un año. Aunque el movimiento inverso también ocasionaría una considerable pérdida de riqueza, el mundo financiero no lo consideraba probable salvo en un tiempo remoto y limitado a un ajuste transitorio, nunca más a un *crash*. El *crash* no se ha producido, pero sí una considerable reducción de la riqueza financiera, ya que los índices que reflejan la cotización de las acciones se han reducido a 1/3 de su valor desde el segundo semestre de 2000 hasta la actualidad, mayo de 2003, lo que ha puesto en evidencia que las bolsas de valores atravesaban por una fase de burbuja que comenzó a pincharse desde la crisis de los valores tecnológicos de la «nueva economía» que cotizaban en el NASDAQ, y acabó contagiando a los valores tradicionales. En este proceso la evaporación de una buena parte de la riqueza financiera ha contaminado las decisiones de inversión de las empresas y de gasto de los agentes económicos y, por tanto, a la economía real, a pesar de estar acompañada de una significativa reducción de los tipos de interés.

Las inversiones financieras se realizan con un creciente apalancamiento, es decir se usan recursos prestados para aumentar la capacidad inversora y por tanto, el potencial de obtención de beneficios; y también se canalizan a través de nuevos y complejos instrumentos financieros –como productos derivados (opciones y futuros)– que sean capaces de multiplicar el potencial de beneficios. De esta forma, se comprende que el mercado de productos derivados haya crecido de forma exponencial y a finales de la presente década se negocie un volumen equivalente a 6 veces el producto interior bruto mundial de un año.

El grupo de países en desarrollo denominado «economías emergentes» ha recibido un volumen creciente de recursos financieros tanto en la modalidad de inversiones en adquisición de acciones en sus bolsas de valores (inversiones de cartera), como de préstamos (mediante diversos tipos de bonos y, en menor medida, también préstamos sindicados), flujos que apenas se redujeron en 1999, después de que se declarase la crisis asiática

a mediados de 1997 y se contagiase en 1998 a Rusia y a Brasil. Todavía en 1996 tras la crisis de México desencadenada los últimos días de 1994, que originó el «efecto tequila» durante 1995, los países emergentes recibieron inversiones

cuando dentro de 200 años se escriba la historia de las dos últimas décadas del siglo XX, la aparición de los «mercados emergentes» será el principal rasgo a destacar

en acciones por valor de 50 mil millones de dólares y préstamos (principalmente mediante bonos) por valor de 76 mil millones de dólares.

La pujanza de los países emergentes en los mercados financieros llevó al Secretario del Tesoro de Estados Unidos Lawrence H. Summers a afirmar que «cuando dentro de 200 años se escriba la historia de las dos últimas décadas del siglo XX, estoy convencido que el fin de la «guerra fría» será una segunda historia. La primera será la aparición de los «mercados emergentes», reflejo del hecho de que los países en desarrollo –donde viven más de 3.000 millones de personas– se han movido decididamente hacia la economía de mercado y han visto cómo se producía un rápido crecimiento de sus ingresos»¹⁸.

El destacado crecimiento de las actividades financieras ha estado acompañado por el desarrollo de, cada vez más, sofisticados instrumentos de análisis que han facilitado el logro de una «gran microeficiencia en los mercados financieros, de forma que se llega a un resultado en el que el precio de las acciones se ajusta casi perfectamente a las noticias sobre las variaciones del valor de las divisas o a cambios en los dividendos» –según palabras de Samuelson–, quien además señala que «sin embargo, creo que la evidencia coloca con claridad que no se da una macroeficien-

¹⁸ *The New York Times*, sección internacional, 15 de febrero de 1999, pág. A10. (La traducción es mía).

cia en los mercados especulativos, puesto que sus expectativas hacen que los movimientos de los precios en los mercados se sitúen muy por encima o muy por debajo de los valores que se alcanzarían con referencia a los fundamentos económicos; por eso pienso que no existe una eficiencia autocorrectora, salvo en el caso de que fuesen explotando las burbujas que se van formando»¹⁹.

En realidad, inspirados en lo que ya señalara Keynes para su tiempo, se puede afirmar que, en la actualidad, el gigantesco tamaño y la complejidad de los mercados financieros internacionales globalizados no parecen corresponderse con el debido desarrollo de una capacidad inteligente autorregulatoria, sino que los inversores se dejan llevar por las emociones (*animal spirits*), tanto en sus señales positivas como negativas, y en ambos casos suelen sobredimensionarlas, formándose así tanto las burbujas como los pánicos.

Efectos de la desregulación

A excepción de EE UU, para los países industrializados los procesos de liberalización y desregulación financiera han sido, en general, procesos graduales, concluidos a lo largo de, al menos, dos décadas. Estas economías, además, gozan de sistemas financieros sanos y dinámicos, y la apertura de sus mercados a la plena libertad de movimientos de capital en condiciones de estabilidad ha contribuido a asentar la estabilidad y la vigencia de reducidos tipos nominales de interés y en buena medida, también, de los tipos de interés reales.

Otra distinta ha sido la situación de los países en desarrollo. La apertura de la cuenta de capitales ha originado desequilibrios significativos en sus economías y, además, en muchos casos no estuvo acompañada del necesario saneamiento y fortalecimiento del sistema financiero interno, ni de su liberalización. Cuando sobrevino, la crisis arrastró de forma inexorable a bancos e instituciones financieras que se encontraban en situación de alto riesgo. Por eso debe quedar bien claro, y trataremos de exponerlo a continuación, que la apertura al libre movimiento de capitales en mu-

¹⁹ Declaraciones textuales del Profesor Samuelson al *The New York Times* del día 15 de febrero de 1999 (la traducción es mía).

chos países en desarrollo ha generado nuevos y no deseados desequilibrios macroeconómicos, pero no ha sido causante en primer término de las crisis de las instituciones financieras, ya que éstas registraban –sin que se hubiese manifestado– una mala situación con anterioridad a la apertura financiera externa. Eso sí, las crisis que han sacudido estas economías han acentuado y agravado la delicada posición de las entidades financieras colocándolas en situación de quiebra.

En el enfoque clásico –modelo estático sin imperfecciones de mercado– la apertura a la libre circulación de capitales se presenta como beneficiosa, ya que permite una mayor financiación de la inversión con ahorro externo, que completa el ahorro interno y a un menor tipo de interés. Sin embargo, este enfoque no contempla «los costes asociados al periodo de transición (que puede ser bastante largo) entre lo que sería un equilibrio con apertura de la cuenta de capitales y uno sin ella»²⁰.

Un primer efecto de cuando un país abre su economía a la libre circulación de capitales, consiste en que el tipo de interés interno tiende a reducirse y converger con el tipo de interés, vigente en los mercados internacionales. Con los nuevos tipos de interés aumentarán tanto el consumo como la inversión, originándose un déficit creciente en la balanza por cuenta corriente. La mayor o menor dimensión del déficit en cuenta corriente dependerá de la sensibilidad de la inversión y del ahorro respecto a los nuevos tipos de interés, y de la velocidad a la que se produzca la apertura (que si es muy rápida puede atraer una gran masa de capitales externos).

Cuando el proceso continúa, los déficit crecientes de cuenta corriente alentarán las expectativas de devaluación del tipo de cambio y aumentará el riesgo-país, originándose en cualquier momento una intensa salida de capitales que, además, de provocar la devaluación (profecía autocumplida) producirá una severa recesión.

De esta forma, si la apertura a la libre circulación de capitales no se hace con las necesarias cautelas y de manera gradual²¹ durante un periodo de

²⁰ Zahler, R.: «Política monetaria con apertura de la cuenta de capitales», *Revista de la CEPAL*, n° 48, Santiago de Chile, 1992.

²¹ McKinnon, Ronald I.: *The Order of Economic Liberalization. Financial Control in the Transition to a Market Economy*, Johns Hopkins University Press, pp 4-6, 1993.

tiempo adecuado a las condiciones económicas de los países, existe una elevada probabilidad de que se produzca un desequilibrio externo que afecte de forma negativa las condiciones imprescindibles para el crecimiento económico.

Un segundo efecto de la adopción, por parte de los países en desarrollo, de la libertad de movimientos de capital es la elevación de los precios de los activos internos, por lo que «no es extraño comprobar que el primer síntoma de un país que empieza a recibir flujos importantes procedentes de una fuerte entrada de capitales suele ser la elevación del precio de las propiedades [inmobiliarias], de las acciones, y de la tierra (...), lo que produce un efecto riqueza que incentiva aún más el consumo, incrementando el déficit en cuenta corriente y por lo tanto, la probabilidad de tener que enfrentar problemas de balanza de pagos en el futuro»²².

En tercer lugar, la adopción de la libre circulación de capitales origina una disminución de la capacidad de las autoridades monetarias de los países

la adopción de la libre circulación de capitales origina una disminución de la capacidad de las autoridades monetarias de los países para controlar los tipos de interés

para controlar los tipos de interés y, por tanto, el crecimiento no deseado del gasto. Si un país en desarrollo tiene un tipo de interés mayor que el vigente en los mercados internacionales, y cierta estabilidad en su tipo de cambio y en su riesgo (riesgo-país), es fácil que se produzcan entradas de capitales que al introducir más liquidez harán que disminuya el tipo de interés interno, con lo que por una parte, se incrementará el gasto amenazando la estabilidad de los precios y por otra, se apreciará el tipo de cambio real que, junto al efecto anterior, se incentivará un mayor déficit de la balanza por cuenta corriente.

En esta situación la atención debe centrarse en el tipo de cambio real y en el carácter de los movimientos que influyen en él. Si las entradas de divisas se debiesen a cambios estructurales que supusiesen una mejora per-

²² Zahler, R., op. cit. Pg. 167. Obviamente, el riesgo de desequilibrio en la balanza por cuenta corriente sería muy reducido si parte de las entradas de capitales se invirtiesen en actividades de exportación o si aumentase el ahorro interno, algo normalmente infrecuente.

manente de los recursos externos (de las exportaciones de bienes y servicios o de capitales a largo plazo estables), habría que dejar que se alcanzase un nuevo tipo de cambio real. Pero cuando las entradas revisten un carácter transitorio, los efectos negativos de una creciente afluencia de capitales del exterior sobre el tipo de cambio real son más perniciosos que los que puedan derivarse de su posible elevada volatilidad: si el tipo de cambio se aprecia, se castiga al sector exportador que es esencial para el crecimiento de los países en desarrollo (también del resto de países, pero en especial de los países de menor grado de desarrollo) contribuyendo de desequilibrar las cuentas externas de sus economías y haciéndolas más dependientes de flujos financieros internacionales. Y en el supuesto de que la apreciación del tipo de cambio persistiese durante mucho tiempo, se desincentiva la inversión, puede desencadenarse un proceso de quiebra de empresas, y lo más probable es que se instale en las economías un clima intensamente recesivo.

Por eso, el nivel del tipo de cambio real de corto plazo no puede alejarse durante mucho tiempo del tipo de cambio real de largo plazo, ya que la economía de los países donde así ocurre entran, irremediamente, en procesos recesivos acompañados de una gran fragilidad externa. Debe destacarse que las desviaciones entre los tipos de cambio reales de corto y largo plazo no se corrigen por arbitraje de los especuladores, ya que su horizonte es fundamentalmente de corto plazo, invirtiendo siempre que los tipos de interés sean atractivos y no se estimen variaciones importantes en los tipos de cambio ni en el riesgo-país, de manera que la actuación de las autoridades monetarias de los países se hace muy compleja y por tanto, resulta muy difícil garantizar la estabilidad tanto de precios²³, como de los tipos de interés y de los tipos de cambio, imprescindible para el adecuado crecimiento económico.

Actores y promotores del proceso

Desde la perspectiva de los países avanzados y en particular de Estados Unidos, la libre circulación de capitales era un elemento esencial para

²³ Debe tenerse en cuenta que las autoridades monetarias de los países no pueden actuar de manera diferenciada sobre los tipos de interés de corto y de largo plazo; de ser así, actuando sobre los tipos a corto plazo se podría influir sobre las expectativas de los inversores especulativos a corto plazo, y actuando sobre los de largo plazo se afectaría el com-

que el ahorro de los países con capacidad de generación pudiese canalizarse hacia aquellos con necesidad del mismo para su crecimiento. En esta línea se movieron las administraciones republicanas de Reagan y Bush hasta que el relevo fue tomado también con entusiasmo por la nueva administración demócrata de Clinton. Aunque el nuevo gobierno de Clinton «siempre habló de la liberalización financiera y de la libre circulación de capitales como algo beneficioso para los demás países, parece claro que promovió este proceso en parte también porque recibió el apoyo del sistema financiero americano para llevarlo a cabo, porque era parte de su estrategia de expansión internacional (...), sobre todo en Asia»²⁴.

Las administraciones republicanas habían centrado sus esfuerzos de promoción de la liberalización financiera en la economía japonesa. Con Clinton, el estímulo a la plena circulación de capitales continuó en Japón pero se amplió a los países más importantes de la zona, de forma que la agenda de liberalización del gobierno demócrata no contemplaba sólo cuestiones relativas al comercio de bienes sino también los nuevos aspectos del comercio de servicios financieros. La estrategia de liberalización dirigida hacia Asia «se debía a que era un área considerada como una verdadera mina de oro para los bancos estadounidenses y sus sociedades de intermediación financiera»²⁵.

A pesar del enorme despliegue, tardaron en llegar sus frutos. La economía japonesa tuvo que sufrir durante varios años los malos efectos de la crisis, que comenzó en 1990, para dar inicio a un «*big bang*» de apertura de su mercado de capitales; eso permitió que sociedades estadounidenses de intermediación financiera tuviesen por primera vez oportunidad de comenzar a manejar parte de los 10 billones²⁶ de dólares del ahorro personal japonés, y además que por primera vez Merrill Lynch adquiriese, a finales de 1997, Yamaichi Securities (una gran sociedad de intermediación financiera japonesa que había quebrado por entonces).

portamiento de los componentes de la demanda agregada. Si fuese posible, sería muy conveniente, pero ambos tipos están estrechamente vinculados.

²⁴ *The New York Times*, 16 de febrero de 1999, pg. A 10. (la traducción es mía).

²⁵ *Ibidem*, pg. A 10. (la traducción es mía).

²⁶ Siempre que se haga referencia a billones de dólares debe entenderse como millones de millones y no la acepción anglosajona *billions*, que es equivalente a nuestros millardos que son miles de millones.

No obstante, la estrategia de fomento de la apertura financiera externa de los países en desarrollo también se extendió hacia América Latina, por lo que en los años noventa no sólo los países avanzados habían consagrado la libre movilidad de capitales sino también un amplio grupo de países en desarrollo. Laura D'Andrea Tyson, antigua jefa del Consejo de Asesores Económicos del Presidente de Estados Unidos, ha manifestado que «la estrategia de estimular la apertura financiera externa de las economías estaba apoyada por el sector de servicios financieros, que deseaba poder establecerse y actuar en esos mercados (...), y añade que en su opinión en muchos casos la apertura se impulsó en una extensión y a un ritmo que no tenía en cuenta la situación económica y el desarrollo institucional de los países»²⁷. «Observado en retrospectiva, cabe reconocer

que quizá fuimos demasiado lejos y demasiado deprisa»²⁸. En esta línea se manifiesta también el propio Fondo Monetario Internacional en *Perspectivas de la Economía Mundial de 2002* cuando señala que la liberalización financiera de las economías no debe adelantarse a la liberaliza-

no es fácil que los movimientos de capital cambien de rumbo hacia los países en desarrollo a no ser que una nueva arquitectura financiera internacional contribuya al fortalecimiento externo de sus economías

²⁷ *Ibidem*, pg. A 10 (la traducción es mía). No por ello queremos decir que la responsabilidad de la crisis asiática que se inició en Tailandia en mayo de 1997 fuese completamente responsabilidad de la administración estadounidense por su empeño en la apertura financiera externa de las economías. En parte fue su responsabilidad, pero también la de los políticos y banqueros y de sus especiales relaciones en esos países; de los bancos y otras instituciones inversoras de países occidentales que se lanzaron a invertir ciegamente en esos mercados siguiendo la consigna de que las últimas décadas del siglo harían del siglo XX «el siglo de Asia»; también de los periodistas económicos e investigadores académicos que dieron soporte a la consigna del «siglo de Asia», con la excepción, entre otros, de Krugman que en un artículo publicado en 1995 en la revista *Foreign Affairs* ya pronosticaba el fin del ciclo de crecimiento en las economías asiáticas.

²⁸ Es una declaración expresa de Jeffrey E. Garten, decano de la Escuela de Administración de Empresas de la Universidad de Yale, y antes uno de los principales responsables del ministerio de comercio de EE UU. En ese mismo sentido se ha manifestado Mickey Kantor que fue ministro de comercio con Clinton. Ambas afirmaciones se recogen entrecomilladas en el *New York Times* de 16 de febrero de 1999, en la página A 10. (la traducción es mía).

ción comercial, y que en todo caso tan importante como la secuencia de liberalización es que los países adopten una sólida política macroeconómica y un buen sistema de supervisión y regulación de los sistemas financieros nacionales antes de llevar a cabo la liberalización financiera externa.

La globalización financiera plantea importantes desafíos tanto para los países industrializados como para los países en desarrollo, pero son estos últimos los que presentan una mayor vulnerabilidad y, por tanto, los que tienen una menor probabilidad de beneficiarse de la entrada de capitales externos en cualquiera de sus modalidades, incluidas las inversiones directas a pesar de ser capitales a largo plazo y más estables, que promueven la diversificación productiva y facilitan cierto grado de transferencia tecnológica. En este sentido, no es fácil que los movimientos de capital cambien de rumbo hacia los países en desarrollo a no ser que una nueva arquitectura financiera internacional contribuya al fortalecimiento externo de sus economías, algo que por ahora está sin despejar.

Referencias Bibliográficas

- Arahetes, A. (2000): El proceso de globalización de la economía en las últimas décadas del siglo XX, en *Luces y Sombras de la Globalización*, A. Blanch (ed.), Universidad Pontificia Comillas de Madrid, Madrid.
- Bordo, Michael, Barry Eichengreen y Douglas A. Irwin (1999): *Is Globalization Today Really Different Than Globalization a Hundred Years Ago?*, National Bureau of Economic Research, Working Paper n° 7195, Cambridge.
- Brown, Michael Barret: *After Imperialism*, Londres: Heimann, 1963.
- Feldstein, M y Horioka, Ch.: «Domestic Saving and International Capital Flows», en *Economic Journal*, vol. 90 (1980).
- Garbade, Kenneth, y Silber, William L. (1978): Technology, Communication and the Performance of Financial Markets, 1840-1975, *Journal of Finance* 33.
- Goldstein, Morris y Michael Mussa: *The integration of World Capital Markets*, IMF, documento de trabajo n° 93/95.

International Monetary Fund (2003): *Global Financial Stability Report 2003*, Washington.

International Monetary Fund (1997): Meeting the Challenges of Globalization in the Advanced Economies, *World Economic Outlook*.

McKinnon, Ronald I. (1993): *The Order of Economic Liberalization. Financial Control in the Transition to a Market Economy*, Johns Hopkins University Press.

Strange, S. (1999): *Dinero Loco. El descontrol del sistema financiero global*. Paidós Estado y Sociedad, Barcelona.

Taylor, Alan M. (1996): *International Capital Mobility in History: the Saving-Investment Relationship*, NBER Documento de Trabajo n° 5743, Cambridge, Massachusetts.

The New York Times, 15 de febrero de 1999.

Zahler, R. (1992): «Política monetaria con apertura de la cuenta de capitales», *Revista de la CEPAL*, n° 48, Santiago de Chile.