

LA GLOBALIZACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS: CAUSAS Y EFECTOS

Jaime Requeijo

I. INTRODUCCIÓN

En octubre de 1987, la persistente tendencia alcista de la Bolsa de Nueva York se quebró y el paroxismo se adueñó de los mercados, tanto los de contado como los de futuro. Aunque durante varios días los precios de las acciones se movieron en forma de dientes de sierra, con caídas vertiginosas y repuntes inesperados, el resultado final fue una pérdida de capitalización que, medida por el Dow Jones, vino a suponer, del 25 de agosto al 19 de noviembre, casi un tercio de su valor. Más aún, el desplome se transmitió a las principales bolsas del mundo, generando, por esa vía, multitud de efectos depresivos a escala mundial. Parece razonable pensar, sin embargo, que el cambio brusco de tendencia y el nerviosismo sin rumbo que constituyó su principal secuela, no derivaban de la marcha general de la economía norteamericana ni de ninguna de sus condiciones fundamentales y que tampoco resultaban de un acrecentamiento inesperado de la volatilidad de las cotizaciones. Eran, más bien, los mecanismos de mercado —los factores asociados a las decisiones cruzadas de los inversores en sus distintos segmentos— los que presentaban un mayor poder explicativo y los que fueron examinados con mayor minuciosidad (Greenwald y Stein, 1988).

De septiembre de 1992 a agosto de 1993, el Sistema Monetario Europeo se vio sometido a convulsiones frecuentes derivadas de ataques masivos contra una serie de monedas, convulsiones que dieron lugar, de un lado, a la salida del mecanismo de cambios de la lira y la libra y, de otro, a sucesivas devaluaciones de varias monedas, entre ellas la peseta y el escudo. El panorama cambiario sólo se aquietó cuando se produjo la decisión comunitaria de ampliar las bandas de fluctuación hasta el 15 por 100, lo que, de hecho, transformaba el mecanismo de cambios semifijos en un sistema de flotación administrada. Las tormentas monetarias, que pusieron de relieve la incapacidad de los bancos centrales para hacer frente a las decisiones del sector privado, tenían múltiples raíces, pero, en suma, se habían visto desencadenadas por la ruptura del juego

de convergencia o, dicho de otra manera, por la falta de credibilidad del Sistema a partir de junio de 1992: hasta entonces, los grandes operadores internacionales habían admitido que, en virtud de los acuerdos de Maastricht, los diferentes países de la Unión Europea se moverían por sendas convergentes, lo que reduciría, paulatinamente, el riesgo de cambio de las monedas con mayores tipos de interés; a partir del rechazo danés del mes de junio y, sobre todo, del escaso margen con que contó el referéndum francés de septiembre, las percepciones variaron, el riesgo de las monedas más débiles se hizo más patente y las ventas masivas de esas monedas, tanto por razones de cobertura como de especulación, hicieron estallar las convulsiones mencionadas (FMI, 1993; Banco de España, 1993).

Frente al continuado descenso de los tipos de interés a medio y largo plazo que había caracterizado al mundo industrial en 1993, el año 1994 fue testigo de una subida inesperada que se inició, en el segmento de deuda pública a diez años, en los meses de febrero y marzo: en los países con menor repunte, la subida se movió en el intervalo de 50-70 puntos básicos; en los de mayor, osciló entre 70 y 100 puntos básicos (FMI, 1994). Los beneficios que, en múltiples carteras, se habían registrado en 1993 se transformaron, en 1994, en cuantiosas pérdidas. Ese aumento de tipos de interés resultó tanto más inesperado cuanto que, a finales de 1993, el sentir general de los grandes inversores internacionales se movía en sentido opuesto: la debilidad de las economías europeas y el control de las tasas de inflación parecían anticipar una reducción progresiva de tipos; igual sucedía con Japón, en donde las bolsas registraban, además, tendencias bajistas; en cuanto a Estados Unidos, y pese al tirón de su economía, la reducida tasa de inflación hacía suponer que el posible incremento de intereses se llevaría a cabo lentamente. Una elevación de 25 puntos básicos, decidida por la Reserva Federal en febrero de 1994, dio la vuelta al proceso e hizo que los tipos a largo comenzaran a subir de forma generalizada. En parte, por la venta masiva de títulos con menores intereses nominales y, en parte, porque la moderada liquidez de algunos mercados de bonos eu-

ropeos deprimió, adicionalmente, sus cotizaciones y aceleró la elevación de los tipos. Curiosamente, la alteración de los mercados de bonos apenas se transmitió a los mercados de divisas, al parecer porque parte del riesgo de tipo de cambio había sido previamente cubierto por los grandes operadores internacionales y porque la elevada liquidez de esos mercados —con transacciones diarias cercanas al billón de dólares— asimiló, sin grandes vaivenes, los cambios en la composición de carteras.

La crisis mejicana de 1994, que se tradujo en varias devaluaciones del peso a finales de año y en una elevación fortísima de sus tipos de interés a corto a principios de 1995, no sólo produjo turbulencias apreciables en los mercados financieros de otros países latinoamericanos; también afectó al dólar, habida cuenta de la fuerte presencia norteamericana en la economía mejicana y, por ese conducto, a los tipos de cambio de las principales monedas: dentro del Sistema Monetario Europeo las monedas consideradas fuertes experimentaron apreciaciones notables y, por el contrario, las débiles se vieron sometidas a tensiones devaluatorias de distinta magnitud. Lo cual puso de manifiesto, en la primera parte de 1995, que el Sistema seguía siendo inestable, y que no quedaba suficientemente amparado por la ampliación de bandas decidida en 1993.

Las cuatro turbulencias descritas, ocurridas en los mercados de activos y en los de divisas, tienen, como puede observarse, raíces distintas y distintos efectos de difusión, pero todas han sido transmitidas por idéntico mecanismo: por la posibilidad de trasladar elevadas masas de capital de unos mercados a otros de forma muy rápida o, lo que es igual, por la globalización de los mercados financieros. Una globalización que se apoya en cuatro goznes: 1) la libertad de movimientos de capital imperante en los países OCDE y en parte de los mercados emergentes (OCDE, 1995a); 2) el continuo proceso de innovación financiera; 3) los reducidos costes de información y transacción que registran dichos mercados; 4) la amplitud y profundidad de los mercados secundarios. Sin esos cuatro goznes, la globalización no existiría, y sin uno cualquiera de ellos, su alcance sería notablemente menor.

Esa integración, que empezó a gestarse en los años setenta, no solamente ha borrado el tranquilo panorama financiero de los sesenta (Kaufman, 1986), sino que ha convertido a los mercados financieros, tradicionalmente los sirvientes de la actividad productiva, en los vigilantes de esa misma actividad y en los jueces de las políticas económicas nacionales. Razones todas ellas que explican el triple objetivo del presente trabajo: aclarar, de un lado, las causas por las que se ha producido la globalización; sopesar, por otro, sus ventajas e inconvenientes; enumerar, finalmente, las restricciones que de ella se derivan.

I. LAS CAUSAS

Aunque cada uno de los goznes mencionados es producto de múltiples fuerzas, existen tres factores que, con carácter general, van a desencadenar y condicionar el proceso, tres factores que surgen en los años setenta: la intercomunicación progresiva de los mercados nacionales, la liberalización de la actividad financiera y los avances de la tecnología (FMI, 1988).

Hasta los años setenta, los mercados financieros eran, predominantemente, nacionales y adaptados a las singularidades y necesidades de cada país. La ruptura del sistema de Bretton Woods, primero, y la crisis energética, después, con sus secuelas de déficit fiscales y exteriores continuados, modificarán esa situación: resultaba necesario poder trasvasar ahorro de unos a otros países de manera más amplia y eficaz, lo que requería un grado sustancialmente mayor de intercomunicación, intercomunicación que se lleva a cabo, en un primer momento, a través de los euromercados: desprovistos de la fronda de intervenciones de los mercados nacionales, los euromercados probaron su capacidad de intermediación e innovación con el reciclaje de los excedentes de petróleo y estimularon la apertura de los mercados nacionales.

Frente a la relativa estabilidad macroeconómica de los años cincuenta y sesenta, los años setenta dieron paso a situaciones bien distintas, con inestabilidad acusada de las tasas de inflación, tipos de interés y tipos de cambio. Los sistemas financieros intervenidos, característicos de la mayoría de los países OCDE, resultaban poco aptos para desempeñar su actividad fundamental, el enlace ahorro-gasto, en un entorno de incertidumbre: si la autoridad monetaria fijaba los intereses pasivos y activos que debían aplicar los intermediarios, ¿cómo podían ofrecerse al ahorro los estímulos necesarios para captarlo?; si buena parte de los recursos intermediados por las entidades de ahorro y crédito se asignaba coactivamente, ¿cómo mejorar la eficacia técnico-operativa de esos intermediarios?; si los mercados financieros operaban aisladamente —es decir, con dosis reducidas de competencia—, ¿cómo reducir su coste de transformación? De ahí la necesidad de liberalizar, progresivamente, los sistemas financieros.

El impulso fundamental del cambio vino dado, sin embargo, por el avance tecnológico. El desarrollo de la telemática es el que ha permitido transmitir, con rapidez creciente y coste menguante, todo tipo de información, potenciar los mecanismos de negociación y pago, y dar vida a múltiples productos financieros que requieren una serie de cálculos complejos. Piénsese que, en términos generales, el coste de la informática —equipos y programas— viene a ser, en la actualidad y a precios corrientes, un 60 por 100 menor que en los años setenta y un 40 por 100 menor que en los ochenta.

El efecto conjunto de mercados intercomunicados, sistemas mucho menos regulados y avances tecnológicos continuos es, naturalmente, el aumento de la competencia y, por lo tanto, la reducción de costes y márgenes de la actividad financiera, una tendencia que, con carácter general, viene también registrándose en los diferentes segmentos de actividad y una tendencia que genera efectos absolutamente dispares: de un lado, beneficia al sector real de las economías al disminuir sus cargas financieras; de otro, estimula la innovación para tratar, por parte de los intermediarios, de ganar cuotas de mercado; pero induce también a esos intermediarios a afrontar riesgos crecientes en los mercados en búsqueda de la recomposición de márgenes, lo que a veces plantea problemas graves de solvencia y de normas prudenciales.

Esas tres fuerzas y el consiguiente aumento de la competencia han sido los grandes émbolos del proceso de globalización, pero su acción hubiera tenido quizá un alcance menor si no se hubieran visto acompañadas de otros tres factores adicionales: el crecimiento e internacionalización de la inversión institucional, por una parte, el desbordamiento de la deuda pública de casi todos los países industriales, por la otra, y la disparidad de los sistemas fiscales, finalmente.

La inversión institucional fundamental (fondos de pensiones, compañías de seguros y fondos de inversión) del Grupo de los Cinco se movía, en 1993, alrededor de los 13 billones de dólares, unas dos veces el producto total de Estados Unidos, y de esa cantidad, unos 900.000 millones de dólares correspondían a colocaciones transfronterizas (FMI, 1995b). Ese tipo de inversión, decidida por gestores profesionales, necesita de mercados primarios y secundarios muy amplios para lograr una adecuada composición de cartera y de múltiples instrumentos de cobertura para minimizar los distintos riesgos. Ha generado, por lo tanto, impulsos continuos al proceso de globalización.

Desde mediados de los años setenta, el engraje déficit-deuda de las principales economías OCDE no ha cesado de crecer, y prueba de ello es que la deuda bruta de las administraciones públicas suponía, al término de 1994, un 69 por 100 del producto interior bruto agregado, 30 puntos más que en 1979 (OCDE, 1995b). Colocar esa masa de deuda sólo entre ahorradores nacionales resulta tarea harto difícil dada la expulsión que provoca en la inversión privada, y el resultado ha sido la internacionalización creciente de una deuda que ha condicionado, a su vez, el tamaño y la liquidez de los mercados (Group of Ten, 1993).

Cualquier sistema fiscal moderno, con impuestos personales progresivos y tipos marginales superiores al impuesto de sociedades, estimula la innovación financiera, porque los distintos intermediarios tratan de atraer el ahorro aprovechando las incon-

sistencias fiscales (Miller, 1993) para ofrecer menor carga fiscal o mayores desgravaciones. La diferencia de estructuras fiscales entre los países acelera, a su vez, el flujo de capitales en busca de la mayor rentabilidad financiero-fiscal, y lo acelera tanto más cuanto que la inversión institucional es predominante y efectiva, continuamente, arbitrajes fiscales.

Tales son las causas que han dado vida a la globalización de los mercados financieros, causas que, al interrelacionarse, han acelerado esa interconexión: el desbordamiento de la inversión institucional no hubiese alcanzado los niveles actuales si el proceso de innovación financiera no hubiese ampliado enormemente la gama de productos, permitiendo así tanto la recomposición de carteras a escala mundial como la cobertura de los riesgos asociados; pero, a su vez, esa recomposición de carteras ha dilatado los mercados secundarios de títulos valores e intensificado los procesos de arbitraje.

II. VENTAJAS E INCONVENIENTES DE LA GLOBALIZACIÓN

Son cuatro las ventajas que la globalización entraña: 1) impulsar el comercio y la inversión internacionales; 2) hacer que la inversión dependa menos del ahorro nacional; 3) facilitar la gestión de carteras; 4) ampliar la cobertura de riesgos.

En el período 1984-1994, la relación entre el crecimiento del comercio mundial y el de la producción ha sido 2,8, coeficiente nunca alcanzado desde el término de la segunda guerra mundial (OMC, 1995), y situación que parece repetirse en el caso del comercio de servicios. Ciertamente que esa explosión comercial puede ser explicada por múltiples causas: por el auge del comercio intraindustrial, por la deslocalización de la producción, por el impulso de las economías muy abiertas, por la acción de los nuevos países industriales y, en general, por la reducción de trabas a los intercambios y el efecto del desarrollo tecnológico (Krugman, 1995); pero no resulta menos cierto que los servicios financieros ofrecidos por unos mercados globalizados suponen estímulos de alcance tanto para dilatar algunas de las causas mencionadas como para facilitar, en general, los intercambios. Para deslocalizar la producción, en busca de menores costes, es preciso contar con mecanismos de financiación y pagos de carácter global; los beneficios derivados del comercio se amplifican con mercados financieros globalizados.

El impacto de la globalización ha sido mucho mayor en el caso de la inversión internacional, especialmente de la inversión de cartera: las transacciones transfronterizas de valores de la mayoría de los países industriales pasaron de menos del 10 por 100 del PIB en 1980 a cifras muy superiores al 100

por 100 en 1992 (FMI, 1995a). Lo cual no tiene nada de extraño porque el control de cambios en el mundo industrializado había desaparecido casi por completo, para operaciones corrientes, a mediados de los setenta, pero se mantuvo, para operaciones de capital, hasta principios de los noventa.

Todavía se observa en el mundo desarrollado una correlación entre las tasas de ahorro e inversión internas que, aunque decreciente, pone de manifiesto que la integración de los mercados financieros no ha roto el vínculo entre esas dos variables (Banco de España, 1995). Probablemente, las incertidumbres asociadas al riesgo de cambio, la complejidad que puede revestir la apelación a los mercados internacionales de capital y el debilitamiento de los niveles de ahorro mundiales retrasan la desvinculación, pero ese retraso no modifica la ventaja adicional que supone, para cualquier inversor, la existencia de mercados financieros integrados. Y buena prueba de ello es que muchas empresas, sobre todo de gran tamaño, basan su estrategia inversora en el ahorro externo. Como ponen de manifiesto las cifras alcanzadas por el mercado de eurobonos —deuda a medio y largo plazo que se coloca, por lo menos, en dos mercados distintos—, con un *stock* cercano a los dos billones de dólares a finales de 1993 (BIS, 1994) y en el que juegan un importante papel empresas de muy diversa índole.

La gestión de carteras supone, siempre, la búsqueda de combinaciones riesgo-rentabilidad que resulten aceptables para el inversor. Cuando parte de la cartera está compuesta por títulos denominados en moneda distinta a la del país de origen de ese inversor, el riesgo de cambio debe añadirse a los de mercado y tipo de interés. La globalización de los mercados financieros permite, por una parte, afectar los recursos a escala mundial, lo cual aumenta la eficacia asignadora, y por la otra, modificar rápidamente la composición de carteras tan pronto como, a juicio del inversor, el riesgo de una parte de ellas resulte excesivo. Pero los riesgos pueden ser eliminados por dos vías: modificando la composición de la cartera o efectuando operaciones de cobertura. En este segundo campo, la globalización de los mercados ha sido condición imprescindible para dar vida a las múltiples coberturas que hoy pueden utilizarse y que, en gran parte, se engloban bajo el título genérico de derivados; es decir, de contratos ligados a activos ya existentes o subyacentes. Por medio de *swaps*, futuros y opciones, o de contratos ligados a los derivados fundamentales, es posible cubrir riesgos de muy variada naturaleza: variaciones de precios, en general, sean de las cotizaciones de determinados activos, de los tipos de interés o de tipos de cambio. Pero, y dado que en los contratos operan dos partes, los derivados suelen ampararse, a su vez, en operaciones de signo inverso cerradas en mercados distintos: quien apuesta por la depreciación de una divisa suele compensar el riesgo en que incurre con una operación contraria

que le permita minimizar su pérdida si sus expectativas no se cumplen. Y todo ese entramado de transacciones cruzadas, que permite que los riesgos se distribuyan a escala mundial, no hubiera podido alcanzar la dimensión que hoy presenta si los mercados no estuviesen ampliamente integrados, porque la fragmentación impediría los entrecruzamientos. Tomando en cuenta las operaciones realizadas en mercados organizados (bolsas) y las que se efectúan en los no organizados (*Over The Counter*, OTC), el principal nocional de los derivados fundamentales se aproximaba, a finales de 1994, a los veinte billones de dólares, unas tres veces el producto total de Estados Unidos. Una magnitud de extremada importancia si se tiene en cuenta que, a mediados de los años ochenta, la cifra correspondiente apenas superaba los dos billones de dólares (FMI, 1995b).

El proceso de globalización plantea también una serie de inconvenientes, de entre los que cabe destacar el incremento de las presiones especulativas, la volatilidad de los mercados, la mucha menor autonomía de las políticas monetarias y el aumento del riesgo sistémico.

Especular significa, en términos generales, aceptar riesgos con el único objetivo de obtener beneficios. Si el especulador prevé que la cotización de una acción será más elevada en una fecha futura, adquirirá ahora el activo para venderlo en el momento previsto; si considera que una moneda va a debilitarse, la venderá para recomprarla tan pronto como la depreciación haya tenido lugar. Por lo general, los movimientos especulativos son movimientos a corto plazo, porque los datos de medio y largo plazo son, por definición, menos fiables que los de corto y porque los especuladores suelen operar con apalancamiento elevado, lo que hace mucho menos rentables y más arriesgadas las posiciones abiertas. Los movimientos especulativos han existido siempre, pero la globalización de los mercados los ha magnificado sustancialmente. En primer lugar, porque ha dilatado el número de operaciones con las que puede especularse: piénsese, por ejemplo, en la enorme presión especulativa que soportan los mercados de derivados. En segundo lugar, porque el número de especuladores ha aumentado al facilitarse enormemente la entrada a los mercados: si es posible, desde cualquier país OCDE, comprar o vender acciones en cualquier Bolsa del mundo, y si las operaciones pueden formalizarse y liquidarse con mucha mayor rapidez, las decisiones de carácter especulativo no se adoptarán, solamente, por inversores institucionales, grandes bancos o grandes empresas, sino que emanarán también de muchas otras empresas de menor tamaño y de buen número de particulares; la plena convertibilidad de las monedas, que permite a los residentes mantener sus saldos en cualquier divisa, hace que las presiones especulativas en los mercados cambiarios se hagan más intensas porque eleva sustancialmente

el número de posibles operadores. En tercer lugar, porque, en ese contexto de mercados ampliados y operadores más numerosos, los grandes especuladores encuentran el mejor caldo de cultivo para forzar el mercado: si se vende una determinada acción al contado porque se ha pactado una venta de futuro que garantiza mayor beneficio cuanto mayor sea la diferencia, en esa fecha, entre ese precio de futuro y el contado del momento, la caída inicial de la cotización transmitirá, a los tenedores de esas acciones, una señal de debilidad que precipitará las ventas y facilitará la especulación; las ventas masivas de divisas, características de las tormentas cambiarias, se producen, en parte, porque las decisiones especulativas tienen un efecto de arrastre que acentúa la caída y facilita la obtención de beneficios especulativos.

Resulta muy complicado, en la actualidad, delimitar lo que son operaciones de cobertura de las que se efectúan puramente por razones especulativas, dada la importancia de la inversión institucional, y las múltiples y variadas coberturas que la gestión de esos patrimonios entraña, pero el volumen de transacciones que se genera en los diferentes mercados en los momentos críticos —en los de divisas, el número de operaciones se suele doblar— pone de manifiesto la importancia creciente de esos movimientos, movimientos que provocan beneficios y pérdidas de enorme amplitud y amplia repercusión en las economías.

La volatilidad de los mercados, de activos o de divisas, supone movimientos inesperados de los precios correspondientes. Durante la crisis bursátil de 1987, la cotización de muchas acciones de empresas rentables cayó, arrastrada por el vértigo general, sin que se hubieran producido cambios sustanciales en el comportamiento de las empresas; en el temporal cambiario de los años 1992-1993, el franco perdió valor y hubo de ser continuamente apuntalado por los gobiernos francés y alemán, sin que en la economía francesa se dieran razones que explicaran el proceso; los intereses de la deuda de los principales países industriales subieron, en 1994, por contagio, sin que los niveles de inflación provocaran el movimiento; las turbulencias de principios de 1995 en los mercados de divisas derivaban, muy en especial, de la huida del dólar —provocada por la crisis mejicana— y no de alteraciones fundamentales en las tasas relativas de inflación.

Aun dando por sentado que los precios fluctúan, condición esencial del devenir económico, la volatilidad actual de los mercados financieros plantea problemas adicionales de envergadura. Los tirones inesperados de los precios de los activos desencadenan, a través de los efectos riqueza, recalentamientos de las economías que obligan a cambios, también inesperados, de la política económica; las crisis bursátiles recortan los beneficios de la mayoría de las empresas, obligadas a dotar las minusvalías correspondientes y, por la vía contraria del

efecto riqueza, deprimen el consumo y la inversión. La apreciación inesperada de una moneda provocará una desalineación cambiaria que, por temporal que resulte, recortará la capacidad de competencia del conjunto de la economía; su depreciación súbita acarreará no sólo pérdidas patrimoniales también inesperadas, sino un aumento rápido de las tasas de inflación.

Y la volatilidad presenta una estrecha relación con la globalización. Por razones varias. Porque el gran volumen de transacciones, con notable ingrediente especulativo, que la globalización permite hace mucho más inestables los precios y mucho más dependientes de percepciones valorativas que de la evolución de las economías. Porque, en ese contexto, se producen muchas más burbujas, entendiéndose por tal el hecho de que los precios suban simplemente porque los operadores creen que van a subir: no se olvide que en los mercados financieros el instinto de rebaño es bastante acentuado. Porque, por idénticas razones, también se dan muchos más pinchazos de burbuja —la percepción de los operadores se invierte y el efecto de arrastre magnifica la caída— con efectos reales de gran alcance. Porque, al estar enlazados los mercados, el contagio es muy rápido: los movimientos de las principales bolsas se transmiten a las demás con rapidez (Eun y Shim, 1989); los mercados de divisas, que son básicamente interbancarios, fluctúan al unísono.

Las economías industriales aplican, en la actualidad, políticas monetarias encaminadas a lograr el doble objetivo de estabilizar los precios y el tipo de cambio. Dos objetivos claramente enlazados, porque la inestabilidad de precios se reflejará, con prontitud, en el tipo de cambio y porque las variaciones de este último no sólo incidirán sobre el ritmo de crecimiento de precios, sino, además, sobre las expectativas de inflación de los agentes económicos.

La variable intermedia, a través de la cual se persigue ese doble objetivo, es la liquidez global de la economía, dado que se acepta que la mayor o menor liquidez determinará el gasto nominal total, y éste, a su vez, la tasa de inflación. Las variables instrumentales preferidas suelen ser las reservas obligatorias de los intermediarios financieros en el banco central (los activos de caja, en la terminología española) o los tipos de interés a corto plazo. La importancia de los mercados monetarios, el grado de apertura de la economía correspondiente y la velocidad de transmisión de los tipos de interés oficiales a los tipos activos y pasivos de los intermediarios son razones que llevarán a cada autoridad monetaria a preferir una u otra vía (Instituto Monetario Europeo, 1995; Sanz y Val, 1993).

Si la instrumentación se realiza a través de las reservas, el banco central tendrá que modularlas de forma que compense, adecuadamente, los movi-

mientos de los factores autónomos de creación de liquidez: sector público y sector exterior. Y lo hará inyectando o drenando liquidez mediante operaciones de mercado abierto con los principales intermediarios financieros. Si la instrumentación se efectúa por medio de los tipos de interés a corto plazo, el banco emisor abaratará o encarecerá sus préstamos al resto del sistema crediticio por conducto de los préstamos de regulación monetaria y de las operaciones de mercado abierto. En los dos casos, las políticas monetarias nacionales se ven crecientemente condicionadas por la integración de los mercados financieros.

La intensidad de los movimientos de capital a corto plazo, por razones de rentabilidad, precaución o especulación, complicará extremadamente la política monetaria apoyada en el control de reservas, porque hará poco previsible los movimientos del sector exterior, amén de que tales movimientos afectarán a la estabilidad del tipo de cambio. Movimientos, por otro lado, que se producen, en múltiples ocasiones, por la huida masiva de una o varias monedas. E igual sucederá con la fijación de tipos de interés a corto: si los niveles deseados no se acomodan a las percepciones de los grandes operadores internacionales, la entrada o salida de capitales correspondiente hará muy difícil regular la liquidez y mantener el tipo de cambio; obligará, casi siempre, a una pronta rectificación.

En suma, la globalización de los mercados financieros ha recortado sustancialmente la autonomía de las políticas monetarias nacionales (Alejano y Peñalosa, 1995). Es más, ha hecho aún más patente el denominado teorema de la imposibilidad (Crockett, 1993): no es posible compatibilizar durante largo tiempo la libertad de movimientos de capital, los tipos de cambio estables y la política monetaria independiente.

Entendemos por riesgo sistémico, en lo que a los mercados financieros se refiere, la posibilidad de que la crisis de uno o varios intermediarios, o de un segmento de mercado, o de determinados circuitos financieros, se extienda, de forma generalizada, a otros intermediarios, segmentos de mercado o circuitos, un contagio que puede dar lugar a que los sistemas financieros nacionales, o el internacional en su conjunto, se vean imposibilitados para cumplir con alguna de sus tres funciones básicas: facilitar créditos, canalizar pagos y valorar activos financieros.

La integración de los mercados financieros ha potenciado las operaciones interbancarias y facilitado la asunción de riesgos de múltiples intermediarios. Por lo tanto, la crisis de un intermediario cualquiera puede transmitirse, con facilidad y rapidez, a otros intermediarios y generar un problema sistémico. Y tanto más cuanto que las operaciones «fuera de balance» han adquirido un volumen inusitado, precisamente las actividades menos sujetas a normas pru-

denciales. Sobre todo en el caso de los derivados negociados en mercados no organizados (OTC): a finales de 1992, el principal notional de los *swaps* de interés, no incluidos en balance, de los siete mayores bancos norteamericanos alcanzaba la cifra de 1,7 billones de dólares, cifra que casi duplicaba la de su balance agregado (FMI, 1995b).

No ha habido, hasta el momento, ninguna generalización de crisis singulares; es decir, el riesgo sistémico no ha conducido a una crisis sistémica. Por dos razones básicas: porque los bancos centrales han amparado las situaciones extremas y buscado soluciones dentro de su ámbito de competencia y porque, en ocasiones, los presupuestos se han utilizado como amortiguadores de la crisis. Pero la no aparición de crisis sistémicas no debe hacer olvidar que el riesgo existe y se acentúa, puesto que la capilaridad de los mercados se hace cada vez más intensa y más voluminosa la actividad especulativa de los intermediarios.

III. HACIA EL FUTURO

Salvo circunstancias excepcionales, de ámbito mundial, es de suponer que la integración financiera se acentuará en el próximo futuro, porque algunas de las causas que la han precipitado, y algunos de los goznes sobre los que gira, seguirán ejerciendo su influencia: la inversión institucional se acrecentará al debilitarse los sistemas de protección social y fomentarse los mecanismos de protección privada; la innovación financiera será aún más rápida al compás de los avances de la telemática y, por idéntica causa, los costes de información y transacción continuarán reduciéndose (Mussa y Goldstein, 1993), lo que significa que el mundo, o por lo menos el mundo OCDE, se enfrentará a restricciones cada vez más limitadoras de las políticas económicas nacionales.

A una de esas restricciones, la que concierne a la política monetaria, nos acabamos de referir; una restricción que se hará aún más patente con mercados más integrados, y que obligará a los responsables nacionales de su diseño e instrumentación a evitar las decisiones tomadas contra el viento: no será posible mantener, durante un tiempo adecuado, la estabilidad de la moneda y del tipo de cambio si los mercados no cohesionan el tipo de interés decidido por la autoridad monetaria.

Pero no sólo la política monetaria chocará con la restricción; también la política fiscal, la más nacional de las macropolíticas, quedará condicionada por el juicio de los mercados financieros. Desde dos ángulos. La incipiente desnacionalización del ahorro que hoy se observa, por razones financiero-fiscales, tenderá a agudizarse, en el futuro, al acelerarse y simplificarse el cambio en la composición de carteras, lo cual restará margen de maniobra a la previ-

sión presupuestaria de ingresos. Aunque, en teoría, siempre es posible financiar cualquier déficit fiscal, elevando los intereses de la deuda, los países más endeudados verán crecer las primas de riesgo y, por lo tanto, la explosividad de la deuda, al tener que colocar porcentajes crecientes de ésta en los mercados internacionales; amén de que las inconsistencias que se derivan de la conjunción de políticas monetarias restrictivas y políticas fiscales expansivas, y que se traducen por una estructura de tipos de interés que provoca desalineaciones del tipo de cambio y frena la capacidad de crecimiento, resultarán aún más visibles. En apariencia, y en experiencia, el gasto público tiene un componente inercial que lo dilata permanentemente, pero ello no impide que los costes de oportunidad que tal dilatación acarrea resulten cada vez menos soportables; unos costes de oportunidad que, en los próximos años, se magnificarán, a través de los mercados internacionales, al anticiparse, por parte de los grandes operadores, las consecuencias de la no consolidación fiscal.

En suma, lo que a nuestro entender suponen las restricciones impuestas por la existencia de mercados financieros globalizados, va a plasmarse en un enjuiciamiento casi continuo de las políticas económicas y en un castigo más rápido y contundente de los errores. Es posible que, durante un cierto tiempo, los choques financieros no tomen cuerpo pese a las políticas económicas inadecuadas prevaletcientes en varios países; así ocurrió durante el período en que se aceptó el juego de convergencia. Pero esos períodos serán cada vez más cortos porque los grandes operadores internacionales, los que determinan el comportamiento de los mercados financieros, dispondrán de menos tiempo para corregir sus posiciones en busca de combinaciones de rentabilidad-riesgo más adecuadas y porque los efectos de arrastre de sus decisiones se harán sentir con mayor prontitud.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALEJANO, A., y PEÑALOSA, J. M. (1995), «La integración financiera de la economía española: efectos sobre los mercados financieros y la política monetaria», Banco de España, *Documento de Trabajo*, núm. 9525.

- BANCO DE ESPAÑA (1993), «La crisis del Sistema Monetario Europeo», *Boletín Económico*, enero.
- (1995), *Informe anual 1994*, Madrid, recuadro II.2.
- BIS (1994), *64th Annual Report*, pág. 108.
- CROCKETT, A. (1993), «Monetary policy implications in increased capital flows», en *Changing capital markets: implications for monetary policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- EUN, CH., y SHIM, S. (1989), «International transmission of stock market movements», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, junio.
- FMI (1988), *International capital markets*, «Developments and prospects», enero, cap. III.
- (1993), *International capital markets*, «Part I. Exchange rate management and international capital flows», MORRIS GOLDSTEIN *et al.*, abril. En los anexos IV y V se analizan las razones de la crisis del SME en 1992-1993.
- (1994), *International capital markets*, septiembre. En su parte II se ofrece una explicación detallada de la crisis de la deuda.
- (1995a), *Perspectivas de la economía mundial*, mayo, recuadro 12.
- (1995b), *International capital markets*, «Developments, prospects and policy issues», agosto, apartados II y III.
- GREENWALD, B., y STEIN, J. (1988), «The Task Force report: the reasoning behind the recommendations», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, núm. 3. Los valores del Dow Jones figuran en ese trabajo.
- GROUP OF TEN (1993), *International capital movements and foreign exchange markets*, pág. 99.
- INSTITUTO MONETARIO EUROPEO (1995), *Informe anual 1994*, recuadro 2.
- KAUFMAN, H. (1986), *Interest rates, the markets and the new financial world*, Tauris & Co., Londres, cap. 1.
- KRUGMAN, P. (1995), «Growing world trade: Causes and consequences», *Brookings Papers on Economic Activity*, I.
- MILLER, M. (1993), *Financial innovations and market volatility*, Blackwell, Cambridge, parte II.
- MUSSA, M., y GOLDSTEIN, M. (1993), «The integration of world capital markets», en *Changing capital markets: implications for monetary policy*, The Federal Reserve Bank of Kansas City.
- OCDE (1995a), *Code of liberalisation of capital movements*, París. Para comprobar el alcance de la libertad de movimientos de capital.
- (1995b), *Economic Outlook*, diciembre, cuadro 34 del anexo.
- OMC (1995), *Informe anual*.
- SANZ, B., y VAL, M. (1993), «Las técnicas de instrumentación monetaria en España», *Boletín Económico del Banco de España*, marzo.