

# REVOLUCION FINANCIERA Y POLITICA MONETARIA: UNA VISION DE CONJUNTO

Jean-Claude CHOURAQUI (\*)

En los últimos años se han producido profundos cambios en el funcionamiento de los mercados de capitales de gran número de países industrializados. Esos cambios han revestido esencialmente tres formas: desarrollo de innovaciones financieras, basado en la aparición de nuevas técnicas y de nuevos productos financieros; «desespecialización institucional», caracterizada por la borrosidad de las líneas de demarcación tradicionales entre los diversos tipos de instituciones financieras, e internacionalización creciente de las operaciones financieras, ligada a una expansión considerable de los movimientos de capitales. Todos esos cambios han tenido importantes repercusiones sobre la actividad de los intermediarios financieros y sobre la conducción de la política monetaria. Un aspecto positivo de las innovaciones financieras estriba en que contribuyen a intensificar la competencia y poner a disposición de la clientela una gama más amplia de servicios financieros. Sin embargo, presentan también cierto número de inconvenientes debido en especial a que complican el control de los agregados monetarios y a que entrañan riesgos para la estabilidad financiera. Frente a este género de problemas, las autoridades monetarias han reaccionado, en general, poniendo en práctica políticas más flexibles y reforzando la vigilancia de las actividades bancarias.

Este artículo pasa revista a las principales características de las transformaciones estructurales que se están produciendo en los mercados de capitales y analiza, asimismo, las ventajas e inconvenientes de esas transformaciones, así como sus implicaciones para la política monetaria y el control bancario.

## I. LA MUTACION DE LOS MERCADOS DE CAPITALES

---

### 1. Los nuevos instrumentos financieros

En los últimos tiempos se ha introducido en los mercados monetarios y financieros toda una gama de nuevos productos y nuevas técnicas de cobertura del riesgo de los tipos. Su aparición se ha visto favorecida por cierto número de factores, en particular:

— La suavización o supresión de la normativa aplicable a las operaciones financieras (como el techo de los tipos de interés acreedores).

— El deseo de los agentes económicos de reducir al mínimo los costes de transacción originados por la fiscalidad y las reglamentaciones existentes.

— El interés de los operadores en precaverse contra el riesgo de fluctuaciones imprevistas de los tipos de interés y de cambio.

— El progreso tecnológico, que, al facilitar las transferencias de fondos, ha permitido que las instituciones financieras amplíen el abanico de servicios que ofrecen a sus clientes.

Es imposible, dentro del marco limitado de este artículo, reseñar todas las innovaciones financieras aparecidas recientemente en los mercados de capitales nacionales e internacionales, ya que son numerosas y muy variadas (1). Entre las más difundidas, cabe citar, en especial, las emisiones de certificados de depósito, de pagarés de empresa y de otros bonos a corto y medio plazo negociables en el mercado monetario (2);

las emisiones de obligaciones a largo plazo con distintas formas de convertibilidad y de suscripción (3); el desarrollo de los mercados a plazo de instrumentos financieros (4); la utilización creciente de contratos a tipo de interés variable (5); los *swap* de tipos de interés y de divisas, y otras técnicas de cobertura del riesgo como son las opciones, los *future rate agreements* (6), etcétera.

Estos nuevos instrumentos han contribuido a la vigorosa expansión de los mercados bursátiles registrada en los últimos años (fenómeno que se ha dado en llamar, con un neologismo americano, *securitisation*). Para muchos prestatarios, la emisión de títulos negociables ha sustituido con ventaja al crédito bancario. Los emisores de primera fila, que gozan de una buena calificación de solvencia, han podido procurarse así fondos a tipos inferiores a los aplicados en el mercado interbancario. Los prestatarios de segunda categoría recurren igualmente a los mercados de títulos, pero en este caso resulta a menudo útil, y hasta indispensable, una garantía o línea de crédito bancaria. La concesión de segundas líneas de crédito —que constituye una forma de «operación fuera de balance»— permite entonces a los bancos cobrar una comisión por la información que recogen dentro del marco de su actividad de apreciación del crédito y la solvencia de su clientela.

Gracias a las innovaciones financieras, los bancos han participado también directamente en el desarrollo de los mercados bursátiles, emitiendo títulos de deuda, como bonos de ahorro, obligaciones a medio y largo plazo y certificados de depósito negociables. En cierto número de casos, esta evolución se produjo gracias a la suavización de la normativa vigente. Por ejemplo, el volumen de certificados de depósito se ha incrementado en varios países al liberalizarse su remuneración y suavizarse las restricciones aplicadas a su emisión y negociación. En otros casos, los bancos han visto en la emisión de títulos de deuda negociables —sobre todo de obligaciones— una manera de aumentar sus fondos propios, bien para ampliar su capacidad crediticia, bien para reforzar su respaldo financiero.

## **2. Modificaciones en los mecanismos de intermediación financiera**

La aparición de nuevos instrumentos financieros, unida al rápido crecimiento de las emisiones de valores mobiliarios y otros títulos nego-

ciables, se ha acompañado de cambios en la naturaleza de las actividades llevadas a cabo por los distintos tipos de instituciones financieras. En cierto número de países, la importancia relativa de las entidades de depósito (esencialmente bancos) ha disminuido en favor de los inversionistas institucionales (como cajas de pensiones, compañías de seguros de vida y fondos de inversión), que poseen una parte sustancial de sus activos en forma de títulos. Esta evolución hace que los inversionistas institucionales compartan ya, al menos en parte, los riesgos y la transformación financiera que antes correspondían a los bancos.

La actividad de los bancos se ve afectada, asimismo, por el auge de las emisiones de pagarés de empresa, que refuerzan la financiación directa entre agentes económicos no financieros. Como antes se ha indicado, gracias a este nuevo modo de financiación, las empresas están en condiciones de recurrir menos al crédito bancario a corto plazo, y de ahí la tendencia a una disminución del tamaño del balance de los bancos y una reducción de su margen de intereses. No obstante, los bancos no han quedado totalmente excluidos de estos nuevos circuitos de financiación, ya que desempeñan un papel de intermediarios en la emisión de los pagarés (domiciliación de la segunda línea, colocación, etc.); además, las comisiones que cobran por este concepto (véase *supra*) les permiten diversificar sus fuentes de ingresos, tendencia concorde con la actual práctica de tarificación sistemática de los servicios bancarios.

La puesta a punto y utilización de productos sofisticados, como son las opciones, los *swap* y otras técnicas de cobertura, constituye una de las principales actividades que los bancos desarrollan actualmente para responder a las necesidades de su clientela. De esta forma, los bancos están en mejores condiciones de gestionar los riesgos inherentes a las operaciones financieras, atenuando las disparidades entre tipos de interés y de cambio y vencimientos diversos. Sin embargo, al igual que ocurre con las garantías o segundas líneas de crédito concedidas por los bancos en el marco de las emisiones de títulos negociables, esta reorientación de la actividad bancaria se traduce en un considerable incremento de las operaciones fuera de balance. Como consecuencia, los riesgos bancarios son menos transparentes, cosa que, como veremos más adelante, no deja de preocupar a las autoridades monetarias.

Paralelamente a estas transformaciones de la actividad bancaria, asistimos a una clarísima

convergencia de las funciones que realizan las entidades de depósito por una parte y los inversionistas institucionales por otra. En ciertos países (como Estados Unidos, Japón y Francia), esta convergencia se ha visto favorecida por la supresión o suavización de las restricciones que impedían el ejercicio de ciertas operaciones por diferentes instituciones. El resultado ha sido una competencia cada vez mayor, tanto en el terreno de la captación de fondos como en el de las transacciones de títulos (ya se trate de emisión y negociación de valores mobiliarios o de la gestión del patrimonio). Esta aproximación de la actividad de los bancos y de los inversionistas institucionales se ha producido aún más rápidamente en los mercados internacionales que en los nacionales; en la actualidad, los dos tipos de instituciones desempeñan un importante papel en las transacciones de divisas.

### 3. Internacionalización de las operaciones financieras

El tercer tipo de cambios estructurales que afectan a los mercados financieros es su internacionalización. Esta evolución, iniciada ya en los años sesenta con el desarrollo del euromercado, se aceleró después debido a la considerable expansión de los flujos internacionales de capitales, en un contexto de tipos de cambio flotantes. En su origen se encuentran los mismos factores que contribuyeron a la aparición de las innovaciones financieras, esto es (7): la política de desregulación (varios países han procedido a desmantelar su control de cambios y han facilitado la apertura de sus mercados a los bancos extranjeros); la incidencia de la fiscalidad (la retención sobre los intereses pagados a los no residentes, vigente hasta hace poco en cierto número de países, en especial en Estados Unidos, ha contribuido a la expansión del mercado de eurobonos), y el progreso tecnológico (tratamiento más rápido de las operaciones realizadas en diferentes mercados). Otros elementos también han desempeñado un papel en este proceso, en particular:

— El desarrollo de las emisiones de nuevos instrumentos —como pagarés de empresa, bonos a interés variable y bonos de cupón cero (8)— denominados en monedas distintas del dólar.

— La internacionalización de los mercados de acciones, al cotizarse y negociarse en las plazas financieras un número cada vez más importante de títulos de sociedades.

— El recurso a las nuevas técnicas de cober-

tura (*swap*, opciones, etc.) que ya hemos citado.

— La tendencia a la diversificación de las carteras de activos financieros, ligada al creciente papel de las nuevas divisas (yen, marco alemán) o cestas de divisas (ECU europeo) en las transacciones internacionales.

En general, son sobre todo los sistemas bancarios de los grandes países industrializados los que se han visto afectados por este fenómeno de internacionalización. De hecho, los compromisos internacionales de los bancos se han incrementado sensiblemente en los últimos años, como atestigua cierto número de partidas de sus balances: alta proporción de activos y pasivos exteriores, creciente importancia de los activos en monedas extranjeras y aumento de los riesgos de país con relación a los fondos propios. A esto hay que añadir un avance espectacular de la financiación interbancaria internacional, que ha influido sensiblemente en la evolución de los tipos de cambio.

## II. VENTAJAS E INCONVENIENTES DEL PROCESO DE INNOVACION FINANCIERA

---

### 1. Ventajas pecuniarias y no pecuniarias

Algunas de estas innovaciones financieras han provocado cambios en las ventajas, pecuniarias o no, de los activos monetarios. En el plano *pecuniario*, el cambio consiste en la posibilidad de percibir un interés sobre los saldos para transacciones, cosa que no ocurría antes, o de beneficiarse de tipos comparables con los del mercado, cuando anteriormente esos tipos tenían un techo. Así, particulares y empresas han podido obtener rendimientos más altos de sus fondos depositados en bancos o en otras instituciones financieras; eso ha ocurrido especialmente en Estados Unidos (9), como consecuencia de la multiplicación de las fórmulas de cuentas bancarias a la vista que devengan intereses.

Otra ventaja pecuniaria estriba en la reducción de los costes de transacción aparejados a la tenencia, conversión en efectivo o transferencia de activos financieros. Cuando se trata de depósitos, este fenómeno (perceptible sobre todo en Estados Unidos, Canadá, Reino Unido y Japón) se debe, en gran parte, a que la gama de instrumentos que pueden servir como saldos para transacciones se ha ampliado y a que diversos

instrumentos que no sirven para efectuar transacciones han adquirido mayor liquidez. En ciertos países, particularmente en Estados Unidos, se ha asistido igualmente a una disminución del coste de transacción en los mercados de valores mobiliarios, gracias a la libertad concedida a las instituciones financieras para fijar el importe de sus comisiones en función de la índole de las operaciones. Esto ha beneficiado, sobre todo, a los grandes operadores, que han podido negociar gastos de comisión reducidos; dichos gastos han tendido a aumentar, en cambio, en las transacciones de escasa importancia.

Por lo que respecta a las ventajas *no pecuniarías* derivadas de las innovaciones financieras, éstas se refieren, por una parte, a la mayor facilidad con que los agentes económicos pueden precaverse contra los riesgos de tipos de interés y de cambio, y por otra, a la diversificación de los servicios de financiación de resultados de la tendencia a la desintermediación. En un plano más general, la competencia cada vez más fuerte entre instituciones financieras ha permitido a particulares y empresas beneficiarse de servicios más numerosos y mejor adaptados a sus necesidades.

## **2. Dificultades para el control monetario y riesgos de inestabilidad financiera**

El desarrollo rápido, y con frecuencia incontrolado, de las innovaciones financieras ha complicado considerablemente la tarea de las autoridades monetarias, sobre todo en los países que han adoptado objetivos cuantitativos de crecimiento de la masa monetaria. De hecho, la extensión de la gama de activos financieros y su mayor sustituibilidad han hecho más difícil la interpretación de los agregados monetarios. En aquellos países (Estados Unidos, Canadá y Reino Unido, en especial) en los que la demanda de dinero de los agentes económicos era en el pasado relativamente estable —lo que atestiguaba retrospectivamente la existencia de una relación fiable a plazo medio entre la renta nacional y el agregado monetario representativo—, ese tipo de relación se ha visto enormemente perturbada (10). Además, con la aparición de operaciones a tipo de interés variable y de contratos de instrumentos financieros a plazo, ya no resulta tan evidente la manera en que la política monetaria influye sobre las magnitudes reales, en particular sobre las decisiones de inversión. Como veremos más adelante, aunque esas perturbaciones puedan ser transitorias, las autoridades monetarias han concluido en muchos casos que no era apropiado, en el actual

contexto, fijarse objetivos concretos para agregados determinados y que era necesario un enfoque más subjetivo.

La segunda preocupación que suscitan las innovaciones financieras se refiere a su incidencia potencial en la estabilidad del sistema financiero. Cabe identificar diversas fuentes de inestabilidad (11):

a) El gran aumento de las «operaciones fuera de balance» introduce una falta de transparencia en los balances bancarios. Resulta cada vez más difícil juzgar la situación financiera de las entidades participantes en este tipo de operaciones a causa de la dificultad que supone seguir la evolución de los créditos y de las deudas. El riesgo acaba diluyéndose, en cierto sentido, en una cadena opaca de transacciones.

b) La intensificación de la competencia induce a las entidades financieras a buscar, mediante la utilización de nuevos productos, posiciones muy rentables, pero a veces sumamente arriesgadas. La calidad de los créditos de los que algunas de esas entidades son tenedoras puede parecer dudosa, puesto que los prestatarios ya no están en condiciones de hacer frente al reembolso de sus deudas. Esta situación puede verse agravada por dificultades sectoriales, como las que se han producido en la agricultura y la industria petrolífera de Estados Unidos. Esto tiene como consecuencia una creciente fragilidad de los bancos comerciales, ya muy malparados por la incapacidad de diversos países en desarrollo para afrontar el pago de su deuda exterior.

c) Algunas de las nuevas técnicas de financiación entrañan altos riesgos, que las convierten en un negocio delicado, sobre todo para los inversionistas institucionales. Es el caso, por ejemplo, de los *junk bonds* —obligaciones de alto rendimiento emitidas por entidades con baja calificación de solvencia—, que han estado de moda en el mercado estadounidense en los últimos años.

d) La interdependencia y la internacionalización de las actividades financieras facilitan la aparición de ofertas de compra especulativas por parte de agentes financieros muy potentes que pretenden hacerse con el control de grupos industriales y comerciales. Esto crea riesgos de que los mercados bursátiles se disparen sin la menor relación con las fuerzas económicas subyacentes, hasta el punto de que se ha podido hablar al respecto de «economía de casino» (12). Estos riesgos son tanto más pronunciados cuanto que los tipos de interés se han vuelto

más volátiles a consecuencia de la desregulación.

Ciertos analistas ven, asimismo, en el proceso de innovación financiera una fuente cada vez mayor de endeudamiento interior y exterior. En algunos países (Estados Unidos, sobre todo) eso se ha traducido en un alza continua de la deuda global (privada y pública) con respecto al PIB desde comienzos de los años ochenta. Es probable que la tendencia sea más pronunciada de lo que sugieren las estadísticas corrientes, que no tienen en cuenta los créditos directos entre agentes económicos no financieros, créditos que, como antes se ha subrayado, tienden a aumentar rápidamente. Esa situación parece inquietante, sobre todo en la medida en que una elevada proporción de la deuda así acumulada es a corto plazo, lo que favorece la expansión de los nuevos instrumentos financieros sin que apenas sirva para financiar actividades productivas.

Esa proliferación de operaciones a corto plazo se suele interpretar como un reflejo del comportamiento actual de los mercados de capitales, que tienden, según parece, a conceder una importancia preponderante al rendimiento inmediato más que al beneficio a la larga (13). Esta impresión se basa en la comprobación de que la mayoría de los operadores financieros parecen juzgar esencialmente los resultados de las empresas y de las instituciones financieras sobre períodos muy cortos y tienden a extrapolar sistemáticamente esos resultados. Esta visión a muy corto plazo de los mercados financieros tiene, según algunos, consecuencias nefastas para el comportamiento de las empresas en materia de inversión, en el sentido de hacerlas cada vez más sensibles a la preocupación de presentar rápidamente resultados positivos. De ser así, la asignación de recursos se haría en detrimento de las consideraciones de crecimiento a largo plazo. Aunque este punto de vista esté muy difundido en la actualidad, es preciso reconocer que algunos estudios empíricos realizados recientemente sobre esta cuestión no lo han corroborado (14).

### **III. CONSECUENCIAS PARA LA POLÍTICA MONETARIA**

---

#### **1. Un control más flexible de los agregados monetarios**

A la hora de hacer frente a las dificultades que para el control monetario plantean las innova-

ciones financieras, los bancos centrales de los países más seriamente afectados han adoptado en general una actitud pragmática. Han tomado como guía de su actuación una gama más amplia de indicadores económicos y financieros (15). Al obrar así, algunos no aspiran ya, como en el pasado, a cumplir objetivos estrictos de crecimiento monetario previamente anunciados, reservándose la posibilidad de desviarse de ellos temporalmente, o de forma más duradera, cuando las circunstancias lo exijan. Ese ha sido el caso, sobre todo, de Estados Unidos y Reino Unido, países donde los objetivos han sido a menudo rebasados, replanteados a mitad de año o ajustados al año siguiente para tener en cuenta las desviaciones anteriores. En ambos países las autoridades monetarias se han visto inducidas a formular objetivos múltiples, a modificar la importancia relativa concedida a cada uno de los agregados monetarios elegidos como objetivos o (como en Canadá, en 1982) a suspender sin más el anuncio de objetivos para determinados agregados.

En otras grandes economías de la OCDE las innovaciones financieras, aunque menos problemáticas, han influido también en la conducción de la política monetaria. En Francia e Italia, por ejemplo, las autoridades se han visto obligadas a redefinir los agregados monetarios o a seguir agregados más amplios que engloban una proporción cada vez mayor de instrumentos líquidos. Incluso en Japón y en Alemania, donde las innovaciones financieras no han provocado distorsiones notables en la evolución de los agregados monetarios, las autoridades se han preocupado de controlar mejor la creación de créditos financieros por los bancos y las instituciones no bancarias (16).

En este contexto de mayor flexibilidad en cuanto al cumplimiento de los objetivos monetarios, el tipo de cambio ha tenido una importancia creciente. En Estados Unidos es uno de los indicadores que han influido en los últimos años en las decisiones de las autoridades monetarias en materia de tipos de interés, aunque sin someterse por ello a objetivos determinados. En el Reino Unido y en Canadá el papel atribuido al tipo de cambio ha sido aún más significativo: desde la suspensión del anuncio de objetivos de crecimiento monetario (para el M3 en libras esterlinas y el M1, respectivamente), la estabilización del tipo de cambio se ha convertido implícitamente en el principal objetivo intermedio de la política monetaria de ambos países. También en la mayoría de los demás países europeos (con excepción de Suiza) la conducción de la política monetaria ha estado constreñida por

consideraciones cambiarias a causa, sobre todo, de los límites impuestos a los márgenes de fluctuación de las monedas por el sistema monetario europeo.

## 2. Reforzamiento de la vigilancia bancaria

La preocupación constante de las autoridades monetarias por preservar la solidez del sistema financiero reviste una importancia cada vez mayor en la actual fase de rápidas transformaciones de los mercados de capitales. Esas transformaciones han hecho que la actividad de los bancos y de otros intermediarios financieros entrañe hoy más riesgos e incertidumbres, de forma que no cabría excluir la aparición de tensiones susceptibles de comprometer la estabilidad del sistema financiero a escala nacional o internacional. Ello implica que las tradicionales reglas de prudencia impuestas a las instituciones financieras han de ser revisadas y reforzadas a la luz de las nuevas condiciones (17).

Uno de los principales problemas con que se enfrentan hoy las autoridades monetarias es el rapidísimo incremento de las operaciones bancarias fuera de balance, fenómeno que ya hemos descrito. Ante esas operaciones, el cometido de las autoridades consiste, sobre todo, en vigilar para que aparezcan en las cuentas publicadas por los bancos e incluirlas en el ámbito de aplicación de las normas prudenciales de control. Por ejemplo, países como Estados Unidos, Japón, Alemania y Reino Unido han extendido, o piensan extender, la normativa sobre fondos propios a las emisiones de pagarés de empresa y a las distintas formas de compromisos adquiridos por los bancos dentro del marco de las garantías concedidas a ciertas operaciones. Las otras grandes cuestiones que se plantean en materia de control bancario se refieren a la desaparición de fronteras entre la actividad de los bancos y la de otras instituciones financieras. ¿Es preciso en particular extender el control a todos los tipos de intermediarios financieros? ¿Deben aplicarse normas comparables de control a las entidades que ejercen actividades similares? En la mayoría de los países, las autoridades coinciden generalmente en considerar que, en las actuales circunstancias, son preferibles los criterios funcionales a los puramente institucionales cuando se trata de definir los conceptos de banco y de actividad bancaria. Así las cosas, se dibuja una tendencia a aplicar disposiciones uniformes a las instituciones que realizan actividades idénticas. Aunque tal orientación vaya en el sentido de un reforzamiento de la competencia, su puesta en práctica no está exenta de dificultades dadas las disparidades existentes en

la dimensión de las diversas entidades financieras.

Para terminar, es importante subrayar que los aspectos internacionales de estos problemas tienen tanta importancia como sus aspectos nacionales. En realidad, dada la imbricación de los sistemas financieros de cada país, las dificultades que puedan experimentar un gran banco o un grupo de bancos amenazan con tener repercusiones mucho más allá de las fronteras nacionales. Resulta, pues, indispensable una estrecha cooperación internacional con objeto de vigilar mejor la gestión de los bancos. Esta cooperación, por lo demás, ha avanzado mucho en los últimos años, como atestiguan los esfuerzos desplegados por las autoridades monetarias de los grandes países industrializados con vistas a un reforzamiento de los fondos propios de los bancos y una aproximación de los sistemas de medición en este campo; no obstante, subsisten importantes diferencias en las normas mínimas impuestas a los bancos y en las técnicas de control utilizadas. Asimismo, es objeto de una creciente coordinación internacional el control prudencial de las nuevas actividades bancarias no incluidas en los balances, aunque las dificultades encontradas en este terreno son menores en la medida en que este tipo de control se halla todavía en una etapa de desarrollo inicial en la mayoría de los países.

## NOTAS

(\*) Las opiniones expresadas en este artículo son las del autor y no reflejan necesariamente las de la OCDE o de los Gobiernos de los países miembros de esa organización. Traducción de Esther Benítez.

(1) Hay un análisis detallado en los estudios *Financial Innovations and Monetary Policy* y *Recent Innovations in International Banking*, publicados por el Banco Internacional de Pagos en 1984 y 1986, respectivamente.

(2) Estos títulos, por un importe unitario generalmente alto, se parecen más a valores realizables en el mercado que los depósitos tradicionales, y su plazo de amortización varía entre una decena de días (para los pagarés de empresa) y alrededor de tres años (en el caso de los certificados de depósito).

(3) Entre las más conocidas cabe citar los *bonos con liberación escalonada* (en los que el suscriptor no paga más que una parte del precio de emisión en el momento de lanzamiento, la otra parte es liberada posteriormente en fecha convenida), los *bonos prorrogables* (que pueden prorrogarse, pasada su fecha de amortización, a un tipo y durante un tiempo previstos en el momento de la emisión), los *bonos convertibles* (que pueden intercambiarse por obligaciones a tipo variable o viceversa), los *bonos de cupón único* (que no tienen más que un solo cupón, pagadero en el momento de la amortización) y los *bonos de cupón cero* (que no gene-

ran intereses, pues su rendimiento para el tenedor consiste únicamente en la diferencia entre el precio de rescate y el precio de emisión de los títulos).

(4) Estos mercados brindan la posibilidad de protegerse de las variaciones imprevistas de los tipos a corto plazo. Por regla general, se toma en ellos la misma posición que en el mercado al contado. Una empresa que proyecta, por ejemplo, emitir pagarés puede vender también «contratos de tipos» correspondientes a empréstitos teóricos llamados «nacionales» (como los bonos del Tesoro a corto plazo o los títulos de deuda pública a largo plazo). Si los tipos suben, el coste suplementario de la emisión de pagarés se verá compensado por una ganancia en el mercado a plazo, dado que el precio de los contratos de tipos vendidos por la empresa habrá bajado simultáneamente.

(5) Es el caso de las obligaciones a interés variable o revisable, introducidas para proteger a emisores y tenedores de los riesgos que las obligaciones a interés fijo hacen correr a unos y otros (peso excesivo de los intereses pagados por el emisor en caso de baja de los tipos, baja de las cotizaciones bursátiles para el tenedor en caso de alza de los tipos).

(6) Los *swap* de tipos de interés permiten transformar una deuda a interés fijo en deuda a interés variable y viceversa, o intercambiar tipos variables cuyo tipo de referencia no sea el mismo. El principio de estas operaciones de cobertura es que sólo se compran los intereses, sin transferir nunca el principal; cada una de las partes debe buscar, pues, capitales idénticos, aunque teniendo objetivos de tipos opuestos. Suele ocurrir que los *swap* de tipos de interés se emparejen con *swap* de divisas. Otra técnica de cobertura, la opción, consiste en un derecho de compra o venta de un título a un precio fijado de antemano. Según la fórmula, el comprador de la opción podrá ejercer ese derecho si la evolución de los tipos lo justifica, bien en la fecha de vencimiento de la opción, bien en cualquier momento anterior. En cuanto a los *future rate agreements*, permiten fijar un tipo de interés para un período futuro, pero, a diferencia de los instrumentos anteriores, sólo se refieren a las variaciones de los tipos (la operación se salda con el pago en efectivo de la diferencia entre el tipo garantizado y el tipo del mercado al final del período estipulado).

(7) Para un análisis más amplio, véase el estudio ya citado del BIP *Recent Innovations in International Banking*, así como M. FUKAO y M. HANAZAKI, «Internationalisation of Financial Markets: Some Implications for Macroeconomic Policy and the Allocation of Capital», *OECD Department of Economics and Statistics Working Paper*, núm. 37, noviembre de 1986.

(8) Cfr. notas 2 y 3.

(9) Cuentas NOW y super-NOW, remuneradas a tipos cercanos a los del mercado monetario. Estas cuentas, así como otras formas de colocación líquida, se han desarrollado con rapidez en el mercado estadounidense a consecuencia de la liberalización de los tipos de interés acreedores.

(10) Este punto ha sido examinado en detalle en P. ATKINSON y J. C. CHOURAQUI, «The Formulation of Monetary Policy: A Reassessment in the Light of Recent Experience», *OCDE Department of Economics and Statistics Working Paper*, núm. 32, marzo de 1986. Véase también, M. A. AKHTAR, «Financial Innovations and Their Implications for Monetary Policy», *BIS Economic Papers*, núm. 9, diciembre de 1983.

(11) Véase al respecto, M. A. AKHTAR, «Recent Changes in the Financial System: A Perspective on Benefits versus Costs», en *Shifting Frontiers in Financial Markets*, 1986, Martinus Nijhoff Publishers.

(12) Véase el artículo de Jacqueline GRAPIN, en *Le Monde*, 5 de mayo de 1987.

(13) Los resultados de los estudios empíricos sobre esta materia son, sin embargo, muy moderados. Véase, por ejemplo, S. NICKELL y S. WADHWANI, «Myopia, the "Dividend Puzzle", and Share Prices», *Discussion Paper*, núm. 272, Centre for Labour Economics, London School of Economics, 1987; así como D. WALKER, «Capital Markets and Industry», *Bank of England Quarterly Review*, diciembre de 1985.

(14) En realidad no existen más que unos cuantos estudios en este terreno. Entre los que defienden la idea de que los gastos de inversión y de investigación se ven afectados por la óptica a corto plazo de los mercados financieros, cabe citar a C. MAYER, «New Issues in Corporate Finance», Inaugural Lecture, London City University Business School, 1987, y A. BAIN, «Economic Commentary», *Midland Bank Review*, verano de 1987.

(15) Para más detalles, véase el estudio antes citado de P. ATKINSON y J. C. CHOURAQUI, «The Formulation of Monetary Policy: A Reassessment in the Light of Recent Experience», así como *Financial Innovations and Monetary Policy*, Banco Internacional de Pagos, 1984.

(16) En los dos países se ha modificado sensiblemente la normativa de autorización de emisión de activos financieros. Por ejemplo, en junio de 1985 se ha puesto en marcha en Japón un mercado de aceptaciones bancarias denominadas en yens. En diciembre de ese mismo año, el Bundesbank decidía flexibilizar su postura sobre las emisiones de certificados de depósito negociables denominados en marcos, aunque sometiéndolas a reservas obligatorias en la medida en que el plazo de amortización sea inferior a dos años.

(17) Este aspecto está examinado pormenorizadamente en J. C. MARQUARDT, «Financial Market Supervision: Some Conceptual Issues», *BIS Economic Papers*, núm. 19, mayo de 1987. Véanse, asimismo, *Threats to International Financial Stability*, colección de artículos compilada por R. PORTES y A. SWOBODA (Cambridge University Press, 1987), y J. SHAFER, «Managing Crises in the Emerging Financial Landscape», *Revue économique de l'OCDE*, núm. 9, otoño de 1987.