

INFORMES DE LOS ORGANISMOS ECONÓMICOS INTERNACIONALES

Cuadernos de Información Económica dedica este apartado a los informes y documentos de actualidad, periódicos y no periódicos, que se consideran relevantes para los lectores, publicados por los organismos de carácter internacional, ofreciendo un resumen amplio de los más recientes y/o más destacados y un breve comentario de los demás que hayan sido publicados en los dos últimos meses. Como viene siendo habitual, los resúmenes y comentarios los realiza Ricardo Cortes.

En este número se ofrecen los siguientes:

1. Informe anual del Banco de Pagos Internacionales de Basilea.
2. OCDE: Tendencias y evolución reciente de las inversiones directas extranjeras.

1. Informe Anual del Banco de Pagos Internacionales de Basilea (BIS)

El informe anual del BIS es quizá el más prestigioso de los publicados por los organismos económicos internacionales. Este año tiene particular interés por el impacto de los atentados del 11 de septiembre y de las incertidumbres causadas por la debilidad de la recuperación. Cubre la evolución de la economía mundial hasta el 31 de marzo pasado. Para el BIS lo más notable e inesperado de esa evolución ha sido lo bien que la economía mundial ha aguantado una serie de *shocks* graves y sucesivos: la corrección de la excesiva euforia de los mercados bursátiles, los atentados del 11 de septiembre, la guerra contra el terrorismo, la quiebra de Enron, el colapso argentino y el conflicto del Medio Oriente. El impacto acumulativo bien pudiera haber sido mucho mayor, tanto más cuanto que tuvo lugar en un entorno de desaceleración económica global que amenazaba con agravarse. No ha sido así: en vez de continuar contrayéndose, parece que la economía global empieza de nuevo a expansionarse, empujando por los EE.UU., a pesar de sus múltiples desequilibrios. El sector financiero y los sistemas de pagos y compensación también han respondido bien, a pesar de la destrucción del distrito financiero de Nueva York. En general, el crédito ha continuado fluyendo sin trabas aunque de manera menos expansiva para los prestatarios considerados menos fiables.

La explicación de esta evolución satisfactoria incluye una política macroeconómica de apoyo a la actividad productiva, en especial la política monetaria, aunque es posible que los muchos años de esfuerzo

para promover la estabilización financiera estén por fin dando fruto: la infraestructura financiera global se ha reforzado mucho gracias a la atención que recibió al acabar el milenio.

A pesar de esos eventos favorables y la esperanza de que continúen, sería prematuro concluir que todo va bien. Los *shocks* recientes bien pueden tener consecuencias a largo plazo. Una que ya es evidente es una fuerte erosión de la confianza en la fiabilidad de la información publicada por las empresas y en sus directivos, elementos indispensables para el buen funcionamiento de la economía. En el caso de Enron resultó que las cifras de beneficios y deuda no reflejaban la realidad, lo que ha hecho dudar no sólo de la "contabilidad creativa" de otras empresas, sino incluso de las propias convenciones de contabilidad aplicadas, lo que ha provocado una fuerte caída en las cotizaciones de una serie de compañías. Además, el caso Enron ha puesto en duda la competencia profesional e incluso la moralidad de muchas personas en puestos de gran responsabilidad.

En Japón esas dudas afectan tanto a la exactitud de las presentes estimaciones del volumen de morosos e incobrables del sistema bancario, como a la fiabilidad de unos precios de mercado sometidos a varios tipos de intervenciones del Gobierno. En Argentina la confianza se ha hundido, no sólo por la depreciación del peso y la suspensión del servicio de la deuda, sino también por la manera de implementarlas. Al cambiar la legislación, discriminando explícitamente a los acreedores, el Gobierno planteó cuestiones fundamentales sobre el propio imperio de la Ley. Por ello se necesitará tiempo para reestablecer la confianza. Por otra parte, estas crisis son una buena lección. Si ha habido un exceso de confianza en los últimos años, el caso Enron ha acabado con él. La crisis argentina muestra que el coste de no tomar las medidas necesarias aumenta dramáticamente con el paso del tiempo.

El reciente ciclo económico ha tenido características poco frecuentes. La expansión en varias economías industriales se fundaba en datos que apoyaban la creencia de que se estaba entrando en una nueva era de alta productividad con el consiguiente aumento de los beneficios. El crecimiento del crédito, los precios de los activos y las inversiones aumentaron rápidamente, especialmente en los sectores que se creía se iban a beneficiar más de los recientes adelantos tecnológicos. Cuando por fin vino la desaceleración de la economía, no se debió, como en la mayoría de los casos, a un endurecimiento de la política monetaria para hacer frente a presiones inflacionarias, sino más bien a

una fuerte caída de los beneficios en EE.UU., que reflejaba el menor poder de las empresas para fijar precios, y también a aumentos de sueldos y salarios. En realidad, los beneficios reales de la productividad fueron a parar a los consumidores. En estas circunstancias, y además afectadas por unos precios de la energía crecientes, las empresas liquidaron inventarios y recortaron la inversión masivamente en 2001. Sin embargo, la desaceleración se vio atenuada por la extraordinaria resistencia de las familias a limitar su consumo, algo poco frecuente ya que, en general, los consumidores se han hecho más sensibles a los riesgos de una desaceleración. Así, ha tenido lugar una notable expansión del volumen de activos financieros en manos de las familias, en la mayoría de los casos en forma de fondos de pensiones, que han perdido una parte considerable de su valor desde la primavera de 2000. Además, en muchos países ha aumentado la proporción de contratos de trabajo que facilitan el despido y/o rebajan la indemnización por despido. En muchos casos parece que esas influencias contractivas han sido compensadas por una continua subida de precios de las viviendas y también porque los precios de muchos activos financieros están aún muy por encima de su nivel de hace cinco o diez años.

Algunos interpretan la sincronización de la desaceleración de la economía global y la de la recuperación como una prueba más de la globalización. En un ciclo económico impulsado por los beneficios es lógico que las economías de Europa y Norteamérica evolucionen al mismo tiempo, especialmente dada la importancia de las fusiones y adquisiciones transatlánticas en la pasada década. Además, *shocks* que afectan a todos han sido una característica clave en la evolución reciente de las economías industriales. Sin embargo, antes de concluir que el mundo ha cambiado de modo fundamental hay que recordar que la sincronización del ciclo fue muy frecuente en los años setenta y ochenta, y que la duradera recesión japonesa ha podido dar la impresión de que la desaceleración ha sido sincrónica, incluso si otras economías la han sufrido por razones totalmente independientes.

La evolución económica de los mercados emergentes se explica en gran medida por las mismas fuerzas contractivas que afectan a los países industriales. No obstante, la intensidad de su impacto varía considerablemente. En Asia Oriental fue muy notable, dada la importancia de las exportaciones de productos informáticos y de telecomunicaciones en muchos países de esa zona. Las economías latinoamericanas, salvo México, son mucho más cerradas y por lo tanto menos expuestas a fuerzas exteriores. La desaceleración casi no se sintió en muchos países centroeuropeos; el crecimiento en Rusia fue incluso mayor del esperado gracias a reformas estructurales y a la subida de los precios del petróleo. Sin embargo, la evolución en los mercados emergentes tuvo características especiales, favorables y desfavorables. Entre las favorables se incluye el crecimiento rápido y sostenido de China y uno más lento pero también importante en la India; incluso en Indonesia hubo el año pasado señales imprecisas de que su economía puede estar recuperándose. Estos desarrollos favorables están beneficiando a mucha gente terriblemente pobre. En el otro extremo, las crisis argentina y turca han sido muy costosas, y mues-

tran algunas diferencias dentro de una semejanza fundamental. En ambas el problema básico es el fiscal. Además, un tipo de cambio rígido, unido a un sistema bancario vulnerable a movimientos en el tipo de cambio, produjo una crisis de confianza que resultó en una fuga de capitales, nacionales y extranjeros. En Turquía se llegó muy pronto a un acuerdo con el FMI de tipo tradicional. El problema argentino está resultando mucho más intratable, dado el alto grado de dolarización, el gran volumen de la suspensión del servicio de la deuda y los conflictos dentro del Gobierno. La manera errática y desconcertante de la intervención de éste en las operaciones del sistema bancario, en su mayoría de propiedad extranjera, han hundido el sistema de pagos y la economía misma.

En un clima tan dramático no es de extrañar que la economía global haya sufrido una desaceleración en 2001. Sin embargo, la evolución en la primera mitad de 2002 muestra que la desaceleración ha sido relativamente suave y que es posible que una recuperación global de amplia base ya esté en camino. Sus síntomas son más claros en Norteamérica pero también visibles en Asia Oriental y en Europa, y han sido acompañados por una revisión al alza del consenso de los pronósticos. Los movimientos de los inventarios, especialmente en el sector informático y de telecomunicaciones, han jugado un papel crucial tanto en la desaceleración como en la recuperación. Hay también señales de que la demanda final pueda estar aumentando, lo mismo que la productividad y los beneficios. Hay que hacer notar también que, para el BIS, el contagio de las crisis argentina y turca a otras economías emergentes ha sido muy limitado. Si el informe del BIS hubiese cubierto el mes de junio habría cambiado de opinión: parece que el contagio de la crisis argentina está jugando un papel relevante en la presente crisis brasileña.

Una causa de la actual recuperación es la robustez del sistema financiero internacional. La infraestructura del sistema es fuerte. Los atentados del 11 de septiembre afectaron durante una semana a los mercados estadounidenses de acciones, bonos y *repos*, pero el sistema global siguió funcionando eficazmente incluso inmediatamente después de producirse. Igualmente, después del colapso de Enron (uno de los mayores agentes mundiales del mercado de energía), el mercado siguió funcionando normalmente y toda la gama de los nuevos instrumentos financieros, entre ellos los mecanismos de transferencia de créditos, aguantó bien el *shock*.

La reacción de los mercados financieros mostró que habían evaluado bien las consecuencias del nuevo entorno. No hubo pánico con fuga hacia la liquidez, como sucedió después de las crisis rusa y la del "Long Term Capital Management" en 1998. Las cotizaciones en las bolsas europeas y norteamericanas continuaron cayendo hasta el pasado otoño, aunque, después del bajón provocado por los atentados del 11-S, empezaron a subir al mejorar las perspectivas económicas. La subida duró hasta principios de 2002 pero se detuvo, tras alcanzar cotizaciones históricamente muy altas, por culpa del caso Enron y de datos cada vez más pesimistas sobre los beneficios. Como resultado, los costes nominales de los préstamos bajaron a niveles histó-

ricamente bajos el pasado septiembre y se han movido muy poco desde entonces.

En otros mercados aparecieron claras señales de estrés. El más afectado fue el de papel comercial estadounidense, con paralización de los créditos menos seguros y subida de intereses en los demás. La disminución del papel comercial pendiente el último año ha sido la más fuerte registrada nunca, pero muchas empresas afectadas pudieron acudir a acuerdos prenegociados con sus bancos, aunque éstos estaban cada vez más preocupados a la vista de las pérdidas por morosos e incobrables sufridas durante la desaceleración. Sin embargo, el mercado de bonos de las empresas estuvo dispuesto a proveer fondos, de modo que las emisiones de deuda alcanzaron niveles récord. Estos bonos a largo plazo, aunque más caros que el papel a corto, deberían contribuir a aumentar la liquidez de las empresas durante algún tiempo.

Otras dos características de la evolución reciente muestran la robustez del sistema financiero global. La primera es el hecho de que los consumidores de muchos países industriales están consiguiendo más créditos al consumo e hipotecarios, utilizándolos para aumentar su consumo y redimir deudas más caras. Aunque en menor grado, lo mismo está ocurriendo en muchas grandes economías emergentes como China, India, Corea del Sur y Méjico. En países con poco ahorro familiar esta evolución tiene que financiarse, al menos en parte, con flujos de capital del extranjero. Especialmente en EE.UU., las agencias emisoras de hipotecas respaldadas por el Gobierno han tenido gran éxito vendiendo bonos directamente a los extranjeros. La segunda característica se refiere a que en circunstancias globales como las actuales, que aumentan la aversión al riesgo de los inversores, hubiese sido lógico que los países con déficit por cuenta corriente tuviesen gran dificultad para conseguir financiación exterior. Sin embargo, no ha sido así. Entre los países industriales, EE.UU. encontró financiación exterior sin problemas, y en general pasó lo mismo en las economías emergentes. Desde luego, los bancos redujeron sus créditos transfronterizos, aunque acuden cada vez más a sus mercados nacionales para conseguir los fondos que prestan en el extranjero. Sin embargo, la mayoría de los que acuden al mercado internacional de bonos para financiarse pueden hacerlo sin dificultad. Además, la inversión directa extranjera continuó entrando en varios países favorecidos, en especial Brasil, China y Méjico, y subieron las cotizaciones de las acciones en bastantes países emergentes.

¿Por qué la economía global y el sistema financiero han aguantado tan bien los *shocks*? Al menos en parte, gracias a políticas macroeconómicas acertadas que han mantenido la demanda agregada a un nivel suficiente, y quizás también a las medidas tomadas en los últimos años para promover la estabilidad financiera. Además, muchos países han liberalizado sus mercados laborales y de productos aumentando la productividad. En casi todas partes se ha suavizado fuertemente la política monetaria estimando que las presiones inflacionistas subyacentes son débiles, a pesar de que algunos temían los efectos retardados de la subida de precios del petróleo. Así, en EE.UU. se rebajaron

fuerte y repetidamente los tipos de interés durante 2001 hasta llegar al bajo nivel actual jamás registrado antes. Al bajar los tipos a corto plazo también lo hicieron los tipos a largo pero éstos volvieron a subir y el dólar se apreció. Las cotizaciones de las acciones han seguido cayendo, aunque probablemente más despacio gracias a la suavización monetaria.

El Banco Central Europeo (BCE) también recortó los tipos, respondiendo a la situación económica. Sin embargo, la reducción absoluta fue menor ya que en la Eurozona la inflación sigue por encima de su objetivo del 2 por 100 y la desaceleración en 2001 resultó menos intensa que en EE.UU. La evolución en muchas economías emergentes ha sido similar. Muchas de ellas han adoptado el sistema de tipos de cambio flotantes (si bien con fuerte intervención de la autoridad en algunos casos), aumentando así la eficacia de la suavización monetaria. Por supuesto, dicha eficacia depende de la credibilidad de las políticas del banco central del país en cuestión, que en general es mucho mayor en Asia que en Latinoamérica.

Políticas fiscales estimulantes han ayudado a la economía global a aguantar el impacto de los *shocks*. En general, los países con una historia de seriedad fiscal tuvieron mayor facilidad para aplicar políticas más expansivas, mientras que los que cuentan con una historia de acumulación de deuda tuvieron que contentarse con menos. Así, los países de la Eurozona pudieron complementar la flexibilidad del Pacto de Estabilidad y Crecimiento con rebajas de impuestos sin poner en peligro su objetivo a largo plazo de una política fiscal neutra. Análogamente, muchos países del Oriente asiático pudieron suavizar considerablemente sus políticas monetarias, al contrario que varios países latinoamericanos, constreñidos por presiones en sus tipos de cambio o por una legislación que obligaba a una política fiscal responsable después de años de irresponsabilidad. Por ejemplo Méjico, que aunque se vio muy afectado por la desaceleración estadounidense, tuvo que compensar una disminución de los ingresos fiscales, derivada de la caída del precio del petróleo en 2001, con recortes del gasto público.

¿Por qué respondieron tan eficazmente los mercados financieros? Desde luego, el recorte de tipos contribuyó al éxito, pero además esos mercados son ahora mucho más variados y flexibles gracias a la desregulación de los últimos años. Las empresas, especialmente las norteamericanas y europeas, tuvieron acceso a fuentes alternativas de fondos cuando el año pasado las que utilizaban se secaron. En muchos países las familias pudieron acudir a nuevos mercados para obtener fondos. Esto fue en parte una consecuencia favorable del aumento del precio de las viviendas y de la mayor disponibilidad de garantías hipotecarias. Sin embargo, reflejó también el aumento de la capacidad de las instituciones financieras de utilizar instrumentos de transferencia de riesgos para cubrirse ante los derivados de los nuevos créditos. Los mercados de productos derivados, en especial los de transferencia de riesgos de crédito, que crecen muy deprisa, han permitido a muchos agentes económicos compartir con otros los riesgos resultantes de los recientes *shocks*. Además, las necesidades de financiación han sido satisfechas en el pasado reciente más mediante los mer-

cados que mediante intermediarios financieros como los bancos. Esto ha limitado la probabilidad de daños colaterales derivados de los *shocks* transmitidos mediante el sistema de pagos, aunque evidentemente no los han eliminado. Los atentados del 11-S quizá hubiesen podido causar un colapso total del funcionamiento del mercado si la Reserva Federal, y en menor medida otros bancos centrales, no hubiesen intervenido con fuertes inyecciones de liquidez para asegurar que las obligaciones de pago pudiesen cumplirse.

Una cuestión estrechamente relacionada es por qué ha habido tan poco contagio de las crisis turca y argentina. La principal razón debe ser seguramente la adopción generalizada de sistemas de tipos de cambio flotantes. Además, ambas crisis se fueron fraguando durante bastante tiempo, lo que permitió a los inversores en mercados emergentes retirar sus fondos de un modo relativamente ordenado. Parece también que ahora hay muchas menos inversiones muy apalancadas en mercados emergentes. Esto podría ser consecuencia de la decreciente importancia de los grandes fondos de inversión de alto riesgo, los denominados *hedge funds*, en los últimos años. Otro importante factor parece que ha sido la creciente capacidad de los inversores de distinguir entre buenos y malos créditos y obrar en consecuencia.

Esta mayor capacidad de distinguir entre prestatarios fiables o no refleja otro cambio fundamental en la conducta de las instituciones financieras en los últimos años, mejorando, en consecuencia, el funcionamiento de los mercados. Así, en general, las instituciones financieras se han hecho mucho más conscientes del riesgo, especialmente el de prestar sobre inmuebles comerciales; han desarrollado métodos nuevos y mejores de medir los riesgos, y han progresado notablemente en la implementación de sistemas para hacerlos frente. En los países que evaluaron mejor los riesgos, los balances de las empresas estuvieron mucho mejor preparados para hacer frente a la desaceleración económica.

Estas mejoras en la evaluación del riesgo se deben en parte al Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y a sus contrapartes en los sectores de seguros y títulos valores. La activa participación del FMI y del Banco Mundial para asegurar el cumplimiento de los estándares del BIS es muy importante, aunque queda mucho por hacer para enfrentarse con las causas de la vulnerabilidad financiera. Finalmente, por paradójico que parezca en vista de la crisis argentina, se ha progresado algo el año pasado en el establecimiento de mejores procedimientos para resolver las crisis de liquidez de estados soberanos. Puede que los caóticos eventos de Argentina hayan contribuido a este progreso. Después de muchos años de desacuerdo entre algunos de los grandes países industriales, los últimos comunicados del G-7 (grandes países industriales) y del G-10 (países del G-7 más los 3 países industriales siguientes en el orden de importancia) indican que existe un considerable grado de consenso sobre cómo progresar en este terreno. Si bien pueden pasar años antes de llegar a un pleno acuerdo e implementarlo (como siempre, la dificultad está en acordar normas concretas), parece que hay hoy más motivos de optimismo que antes.

2. OCDE: tendencias y evolución reciente de las Inversiones directas extranjeras (IDE)

La OCDE acaba de publicar el informe de referencia, parte de una nueva publicación periódica de esta organización que aparecerá el próximo septiembre titulada "Perspectivas de la inversión internacional". El informe cubre la evolución de las inversiones directas extranjeras (IDE) y los consiguientes flujos de entrada y salida de capital en los principales países desde el comienzo de la década de los noventa.

El mensaje más importante del informe es la enorme caída de las IDE entre 2000 y 2001, es decir, ya antes de los atentados del 11 de septiembre de ese año. No es, pues, esta caída una consecuencia de los mismos, sino que obedece a causas más profundas, que pueden dilucidarse a la vista de los datos del informe. Las entradas de capital por IDE en la OCDE pasaron de 1,27 billones de dólares en 2000 a sólo 566.000 millones en 2001, lo que supone una disminución cercana al 56 por 100. Aunque no se dispone de datos completos para países de fuera de la OCDE, los primeros indicadores sugieren que su participación en el montante global de las IDE experimentó un ligero incremento en 2001, debido a una caída menos acusada en sus flujos. Por su parte, los flujos de salida por IDE de la OCDE ese mismo año ascendieron a 593.000 millones de dólares. Ello supone una salida neta de capitales de la OCDE en concepto de IDE de 27.000 millones de dólares, superior a la cifra de 2000, que se situó en 12.000 millones, debido, precisamente, a la menor captación de inversión ya comentada.

La disminución de las entradas de capital fue especialmente fuerte en Alemania y Bélgica-Luxemburgo, alrededor del 80 por 100, pero esa cifra no es significativa porque refleja las fuertes adquisiciones transfronterizas de empresas de esos países en 2000, que no se mantuvieron a ese insostenible nivel en 2001. EE.UU. y el Reino Unido, tradicionalmente los grandes protagonistas de las IDE, experimentaron reducciones en sus entradas de capital próximas a la media de la OCDE. Las excepciones fueron, entre las mayores economías de la ODEC, Francia e Italia, con aumentos de las entradas. También las salidas de capital por IDE bajaron entre 2000 y 2001, siguiendo la misma tendencia que las entradas, como era de esperar. Las salidas desde EE.UU. bajaron relativamente poco, situándose en el 21 por 100 del total de la OCDE. También en Alemania el descenso fue poco acusado, lo que le permitió retomar su tradicional papel de exportador neto de IDE. Por el contrario, el Reino Unido y Suecia experimentaron un fuerte recorte en sus salidas de capital, que se redujeron casi un 85 por 100.

¿A qué se debió esta elevada caída entre 2000 y 2001? Esencialmente a tres causas: una fuerte reducción en el volumen de las fusiones y adquisiciones (F&A) transfronterizas, una disminución, también considerable, de las privatizaciones y, sobre todo, a que las IDE en 2000 estaban en niveles claramente insostenibles, alcanzando ese año su máximo histórico, seis veces superior al nivel de cinco años atrás. El fuerte descenso registrado entre 2000 y 2001 ha recortado dos terceras partes de ese incremento, dejando los flujos

por IDE en un nivel dos veces superior al que habían alcanzado a mediados de la década de los noventa, y se explica como el estallido de la burbuja inversora del bienio 1999-2000 que ha corregido ese nivel insostenible.

También influyó en el aumento de las IDE hasta el año 2000 la enorme subida de las cotizaciones bursátiles (que desde luego incluían las de sociedades objeto de F&A) de fines de los años noventa, aunque sería demasiado simplista atribuir el aumento de las IDE únicamente a esa burbuja de las cotizaciones. Otra importante causa, ya señalada, fue el aumento de las privatizaciones desde mediados de la década de los noventa, que supuso la entrada en Bolsa de un elevado volumen de nuevas acciones de empresas de servicios públicos, sobre todo telecomunicaciones, que fueron muchas veces objeto de transacciones transfronterizas. Sus cotizaciones subieron a niveles muy altos, movidas por un optimismo desbordado. Ese optimismo excesivo y la existencia de una comunidad de inversores internacionales muy activa estimularon el *mini-boom* en IDE de 1999-2000 en las principales economías de la OCDE. Análogamente, el actual descenso de las IDE está motivado por la caída mundial de las cotizaciones de las acciones, la desaparición del exagerado optimismo sobre los beneficios futuros causada por la desaceleración de la economía mundial y la fuerte y justificada disminución de la confianza de los inversores en la fiabilidad de la contabilidad de las grandes empresas provocada por el escándalo Enron y otros semejantes.

Respecto a la evolución de las IDE en 2002, casi todas las que se han producido entre países de la OCDE han tomado la forma de compras de empresas, mientras que en el caso de las adquisiciones fuera de la OCDE por países miembros de ésta, un porcentaje creciente durante los últimos 10 años ha consistido en participaciones en privatizaciones. Las entradas de capital por F&A en países miembros de la OCDE desde el 1 de enero hasta principios de junio de 2002 fueron mucho menores que las del mismo periodo de 2001, lo que supone que la baja continúa, pudiendo llegar para todo el año 2002 a un 25 por 100 menos que en el año precedente. Si las salidas evolucionasen del mismo modo, bajarían alrededor del 20 por 100 respecto a 2001. De cumplirse estos pronósticos, los flujos de capital entrante y saliente en la OCDE en 2002 descenderían a su nivel más bajo desde 1997. Sin embargo, sería exagerado darlos por ciertos; una recuperación de la actividad económica en la mayoría de la OCDE reavivaría las IDE. Un dato muy significativo es que el porcentaje de entradas de capital en EE.UU. sobre el total de la OCDE bajó del 30 por 100 en 2001 a sólo un 17 por 100 en los primeros meses de 2002. En caso de que éstas continuasen reduciéndose, sus efectos podrían ser desastrosos: ahora entran en EE.UU. para ser invertidos en Wall Street más de 1.000 millones de dólares cada día laborable, lo que supone una entrada anual de al menos 400.000 millones; si ese elevado flujo se sigue debilitando, EE.UU. no podrá financiar su enorme déficit por cuenta corriente, lo que provocaría una fuerte caída del dólar, muy desestabilizadora para la economía mundial. Si se toma la primera mitad de 2002 como una referencia válida para el conjunto del año, puede atribuirse más de la mitad del descenso en las entradas de capital en EE.UU. entre 2001 y 2002 a la

disminución en las F&A en la economía estadounidense. Por el contrario, en los seis primeros meses de 2002, los flujos de entrada en Francia y Alemania por F&A han representado más del 20 por 100 del total de la OCDE en ese período, porcentaje que se sitúa ya por encima del alcanzado durante todo el año 2001, que fue del 14 por 100.

Un hecho inesperado es que durante los cinco primeros meses de 2002 la crisis argentina no se ha hecho sentir en los demás países del área en lo que a los flujos de capital se refiere. Si bien las entradas de capital en Argentina han cesado casi por completo, aquellas que tenían como destino Brasil y Chile y que han tomado la forma de F&A sólo han bajado lo que era de esperar a causa de la desaceleración mundial. Por otra parte, las entradas por este concepto en los países emergentes de Asia Oriental han sido muy escasas en esos primeros meses.

Otro hecho a destacar es que, en la distribución por sectores de los flujos de entrada por F&A en el último año y medio, los destinados a los subsectores de servicios financieros y multimedia representaron el 43 por 100 del total en 2001, reduciéndose a sólo el 26 por 100 en la primera mitad de 2002, mientras que los de los sectores construcción y servicios públicos han experimentado una evolución inversa: subieron de un pequeño porcentaje en 2001 a casi un 25 por 100 del total en 2002. Un dato pintoresco sobre los flujos de capital por F&A es que las salidas de capital de las islas Bermuda por ese concepto ascendieron a 38.000 millones en 1999, aunque bajaron a 10.400 millones en 2000, recuperándose hasta 16.400 en 2001. Las salidas netas de capital de España en el período 1992-2001 fueron 36.400 millones de dólares, consecuencia, fundamentalmente, de las adquisiciones de bancos españoles en Iberoamérica. En la primera mitad de 2002 el sector de la energía ha sido el más importante en los flujos de capital por F&A. Por el contrario, los flujos debidos a F&A en el sector telecomunicaciones se han reducido casi a cero, reflejado la crisis mundial del sector.

Entre 1990 y 2000 el porcentaje de IDE sobre el PIB aumentó en todos los países en los que se dispone de estadísticas; sin embargo, sería equivocado deducir de este hecho que la intensidad de la globalización ha aumentado en el mismo grado, ya que en la mayoría de los países de la OCDE la valoración de las empresas, especialmente de las cotizadas en Bolsa, también ha aumentado como porcentaje de los PIB respectivos. En muchos casos, pues, el aumento relativo del *stock* de IDE puede ser debido en su mayor parte a la revalorización durante esa década de los activos transfronterizos.

Por lo que respecta al papel desempeñado por las empresas extranjeras, el porcentaje que su producción representa sobre el total en los países en desarrollo es mayor que la media mundial: en Latinoamérica y en Asia es mayor que en EE.UU. y en Europa Occidental. La producción manufacturera de empresas extranjeras en EE.UU. representó más del 40 por 100 de la producción manufacturera mundial de empresas foráneas, y aumentó 3 o 4 puntos sobre el total de dicha producción en EE.UU. durante los años noventa. Una evolución análoga tuvo lugar en la Unión Europea. Eso no quiere

decir que el grado de globalización está aumentando, ya que ese incremento se ha producido de forma simultánea al aumento relativo del peso del sector servicios sobre el PIB en la mayoría de las economías de la OCDE, y en ese sector, a diferencia del manufacturero, la presencia de empresas extranjeras es mucho menor.

En la última década, el sector servicios (incluyendo desde luego los financieros) ha ganado importancia

como receptor de flujos de capital, reflejando en gran parte las importantes privatizaciones de servicios públicos en muchos países de la OCDE. El sector servicios de EE.UU. es el mayor receptor de flujos de capital extranjero. Este país es también el mayor inversor en los sectores servicios de países extranjeros. Durante esa década, los flujos relacionados con el subsector servicios financieros representaron, en media, el 40 por 100 del total del sector servicios.