

LA GLOBALIZACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Juan Antonio KETTERER

INTRODUCCIÓN

La teoría económica nos enseña que los mercados financieros son los vehículos que permiten que el ahorro se transforme en inversión. En la realidad, lo que ocurre es que los ahorradores intercambian su dinero por títulos que les dan derecho a unos determinados pagos, dividendos o retornos. Es decir, los mercados financieros son mercados en los que los objetos de negociación son títulos de propiedad de *cash-flows* futuros. Estos títulos son comprados y vendidos como lo sería cualquier otro bien o mercancía.

La misma teoría económica nos dice que cuanto más libres de restricciones estén los mercados, más eficiente será su resultado asignativo y, en consecuencia, mayor será su contribución al bienestar social. En el caso de los mercados financieros, eso se traduce en que cuantas menos restricciones tengan dichos mercados más eficiente será la asignación de los recursos de ahorro a la inversión productiva.

A pesar de lo que la teoría pueda prescribir, en la configuración real de los mercados financieros observamos y, tradicionalmente, hemos observado un gran número de restricciones de todo tipo: regulatorias, legales, fiscales, institucionales, etc. El efecto combinado de todas estas restricciones resulta en que los mercados financieros están, en distintos grados, compartimentalizados. Esto quiere decir, en primer lugar, que determinados activos sólo se pueden comprar y vender en determinados mercados. Por ejem-

plo, las acciones de ciertas empresas únicamente se pueden negociar en las bolsas de valores oficiales. En segundo lugar, la compartimentalización de los mercados significa que, en general, no todos los agentes pueden actuar en todos aquellos mercados que a priori les convendría, como mínimo, sin tener que superar muchas dificultades y asumir altos costes. Por ejemplo, en el mercado de valores americano es necesario seguir un complicadísimo proceso de admisión por parte de la Securities and Exchanges Commission antes de estar habilitado para operar en él. Igualmente la entrada en el mercado japonés está plagada de innumerables dificultades y trabas.

La compartimentalización de los mercados tiene dos consecuencias, una de tipo normativo y otra de tipo positivo. La consecuencia normativa consiste en que las decisiones de ahorro-inversión no pueden alcanzar el nivel de eficiencia asignativa que podrían obtener si los mercados estuvieran libres de restricciones. La consecuencia positiva es que los precios no están bien formados, y esto genera una serie de incentivos para que los agentes actúen de una manera muy peculiar.

En el presente trabajo, abordaremos tres cuestiones: en primer lugar, trataremos de determinar las razones por las que los mercados financieros están segmentados o compartimentalizados; en segundo lugar, analizaremos las fuerzas que actúan en favor y en contra de superar la actual segmentación de los mercados; finalmente, ofreceremos nuestro pun-

to de vista sobre cómo la acción de las antedichas fuerzas condicionará la configuración futura de los mercados financieros.

I. UN EJEMPLO PARADIGMÁTICO: EL EUOMERCADO

Todo lo dicho más arriba sobre la segmentación de los mercados es una realidad empíricamente incontestable. Sin embargo, existe una importante excepción. Se trata de un fenómeno singular, pero de gran importancia para entender lo que ocurre en el resto de los mercados. Nos referimos al Euromercado, el cual representa el primer mercado de capitales auténticamente supranacional, y su importancia en volúmenes de emisión y de contratación está fuera de cualquier duda. Para entender el nacimiento, desarrollo y consolidación del Euromercado, nos remontaremos a principios del siglo pasado.

En 1815, después de la batalla de Waterloo, el mundo experimentó un período de gran estabilidad política. En ese momento fue cuando la ciudad de Londres se desarrolló y consolidó como el centro financiero mundial. Así lo sería durante cien años, hasta la primera guerra mundial. Entonces fue cuando el relevo del liderazgo financiero fue tomado por Nueva York. En esa época, las operaciones financieras relacionadas con la financiación de las actividades bélicas supusieron una importante fuente de negocios para las casas de inversión americanas, y fueron la causa más importante de que el centro de gravedad financiera se trasladara desde Londres a Nueva York.

La década de los años veinte fue extremadamente prolífica para Wall Street, ya que la ma-

yoría de las nuevas emisiones de los gobiernos y las empresas importantes tenían lugar en esa plaza financiera. La crisis que siguió al *crash* de 1929 supuso un cambio dramático en los perfiles de financiación internacionales y en la actitud de los gobiernos hacia los mercados financieros desregulados y liberales. En particular, en Estados Unidos se dio un cambio radical en la actitud de la Administración, la cual pasó de tener una postura de liberalidad absoluta a un intervencionismo fundamentalista. Esta situación continuó así durante algunos años, hasta que la segunda guerra mundial dio paso a nuevos acontecimientos en el terreno de los mercados financieros.

El Euromercado, cuyo nacimiento generalmente se fija en el año 1963, fue el resultado de una multitud de factores que coincidieron con un entorno extremadamente favorable: el clima político, salvando todo lo relacionado con la guerra fría, había gozado de una gran estabilidad desde el final de la segunda guerra mundial; los tipos de interés habían alcanzado unos niveles históricamente bajos; los tipos de cambio se beneficiaban de la paridad fija contra el dólar americano y el oro; los flujos de inversión desde Estados Unidos a Europa estaban expandiéndose vigorosamente, y la mayoría de los países desarrollados gozaban de una cierta prosperidad. Después de las crisis de la libra esterlina en 1955 y 1957, el dólar americano había reemplazado a la libra como instrumento para el comercio internacional. En diciembre de 1958, la mayoría de los países adoptó políticas de convertibilidad y relajaron las restricciones a la adquisición de activos extranjeros, mientras que mantenía controles muy rígidos en lo referente al acceso a los

mercados de capitales domésticos.

Paralelamente a todo esto, en el período 1958-1962, Estados Unidos experimentó un déficit de balanza de pagos muy alto para los estándares de la época. Los saldos de dólares asociados al déficit indujeron la creación de un incipiente mercado monetario del dólar en Londres. Este mercado, denominado *Eurodollar market*, consistía en la compra y la venta de los depósitos denominados en dólares que mantenían los bancos internacionales fuera de Estados Unidos. El Banco de Inglaterra, por su parte, estimuló el desarrollo de este mercado con el objetivo inicial de ayudar al desarrollo de un medio de pago, alternativo a la libra esterlina, para el comercio internacional. El desarrollo del mercado del Eurodólar también fue fomentado por la existencia de la «regulación Q», impuesta por la Reserva Federal. Esta regulación limitaba el interés máximo con que los bancos americanos podía remunerar sus depósitos domésticos. Esto hacía que fuera mucho más beneficioso tener los saldos de dólares en Londres que en Nueva York. El mercado del Eurodólar se empezó a estructurar sobre el mercado telefónico de Londres, que ya daba servicio a otros tipos de transacciones interbancarias, y que estaba dotado de los medios, del personal especializado y de la liberal regulación común en la plaza. Es decir, Londres estaba dotada de las infraestructuras adecuadas para sostener un mercado de estas características.

El éxito del mercado del Eurodólar constituyó la base para el posterior desarrollo del mercado de Eurobonos, ya que posibilitaba a los *dealers* en bonos el acceso a la financiación en dólares de sus posiciones. Asimismo, ofrecía un conjunto de tipos de inte-

res de referencia (LIBOR) para el *fixing* de las emisiones de tipos de interés variables.

Sin embargo, el estímulo definitivo para la creación del mercado de Eurobonos lo constituyó la imposición en 1963, por parte de la Administración Kennedy, de la *Interest Rate Equalization Tax* (IET). Esta tasa, en vigor hasta 1974, gravaba a los residentes en Estados Unidos que invirtieran o compraran activos financieros no domésticos. Naturalmente, esto provocó que los emisores internacionales que acudían a Nueva York para sus colocaciones migraran a Londres y, allí, emitieran a través del Euromercado, cuya infraestructura se había desarrollado gracias al incipiente mercado del Eurodólar.

La característica distintiva del Euromercado está constituida por el hecho de que éste no representa transacciones financieras de «país a país», sino que supone un conjunto de transacciones que no están dentro de la jurisdicción de ningún país. El Euromercado está en el mundo fuera del ámbito regulatorio de cualquiera de los países. Las transacciones y emisiones se realizan ajustándose a las necesidades de las partes contratantes, con total independencia de las reglas que se aplicarían si dichas transacciones tuvieran lugar en cualquiera de los mercados de capitales domésticos.

El Euromercado es el primer caso de un mercado financiero moderno de carácter auténticamente supranacional. Su característica más importante es que su nacimiento y su desarrollo no obedecieron a un diseño predefinido. Por el contrario, el Euromercado fue la reacción al cierre efectivo de un segmento muy importante del mercado, como lo era Nueva York en aquella época (1).

II. LA SEGMENTACIÓN DE LOS MERCADOS

El ejemplo del Euromercado pone de manifiesto dos hechos importantes. En primer lugar, la tendencia «natural» de los mercados financieros es hacia la globalización y la supranacionalidad. En segundo lugar, la segmentación de los mercados obedece a dos factores: uno de tipo tecnológico, que discutiremos más adelante, y otro de naturaleza institucional.

De todas formas, las actitudes de los gobiernos nacionales frente al fenómeno de la globalización de los mercados han sido cambiantes a lo largo del tiempo y a través de los distintos países. En algunos casos, los gobiernos han estado preocupados por la posible pérdida de control sobre su política monetaria y fiscal. En estas situaciones, valiéndose de procesos administrativos de aprobación de nuevas emisiones, controles de tipos de cambio y otras reglamentaciones, los gobiernos han intentado limitar y controlar los flujos de fondos con los mercados «competidores». Esto ha sido así especialmente cuando, a través de los años, la naturaleza de las presiones sobre los tipos de cambio y los tipos de interés ha cambiado radicalmente. En el pasado, los flujos de capital se originaban en el comercio internacional. Actualmente, la parte más significativa de los flujos de capital obedece a razones de inversión. Por esto, cuando los no residentes compran activos domésticos se les denomina «inversores», y cuando los venden se les denota con el calificativo de «especuladores».

A continuación, discutimos algunos de los principales factores que condicionan la actitud de los gobiernos y las instituciones frente a la globalización y la in-

tegración de los mercados financieros.

a) *Financiación del déficit doméstico.* Desde siempre, los gobiernos han contemplado el acceso a la financiación de su déficit como un recurso estratégico «de interés nacional». Esto se aplica, en primer lugar, a la posibilidad de financiar su déficit mediante emisiones de papel al menor coste posible. Por lo tanto, idealmente, los gobiernos querían que el ahorro nacional no pudiera salir de sus fronteras para no tener que competir con los tipos de interés que se ofrecen en los mercados internacionales. En segundo lugar, el interés de los gobiernos por minimizar el coste de su financiación implica que éstos tienen interés en mantener el ahorro doméstico dentro de sus fronteras. De esta manera, impiden que su base de imposición se vea reducida por las inversiones que desvían recursos hacia el exterior, cuyos rendimientos son mucho más difíciles de controlar y tasar.

En conclusión, los gobiernos tienen claros incentivos para, mediante medidas segmentadoras de los mercados, tratar de limitar la movilidad del ahorro doméstico. Eso les permite maximizar su capacidad recaudatoria y minimizar el coste de la financiación pública.

b) *Financiación de no residentes en los mercados domésticos.* Los grandes centros financieros han estimulado históricamente las emisiones de papel de empresas y estados no residentes en sus mercados. Sin embargo, en algunos momentos, esta política ha sido sustituida por otra de carácter diametralmente opuesto. El ejemplo más notorio es el que dio origen al Euromercado de bonos: por un lado, Estados Unidos limitó sustancialmente las emisiones de no residentes; por otro, Ingla-

terra, a través de su banco central, fomentó que este tipo de emisiones se llevara a cabo en Londres.

c) *Protección de la industria financiera doméstica.* Las empresas de inversión domésticas, como muchas otras industrias, han desplegado una gran actividad de *lobby* con sus respectivos gobiernos para obtener algún tipo de protección frente a la competencia de sus rivales no residentes. Los motivos aducidos han sido de todo tipo. En especial, se ha argumentado en el terreno del control y la supervisión, de la gestión de riesgos de contrapartida, riesgos sistemáticos, etc. Por ejemplo, Francia siempre ha ejercido su poder de influencia para lograr que hubiera bancos franceses en los sindicatos aseguradores de sus emisiones o las de empresas francesas, y el Reino Unido nunca ha escondido su interés nacional en promocionar Londres como un gran centro financiero internacional.

d) *Lobby internacional.* De la misma manera que los gobiernos han protegido a su industria doméstica, también han intentado influenciar a terceros países para que relajaran sus medidas de protección. De todos son conocidos los esfuerzos de Estados Unidos para que Japón liberalizara la entrada de empresas no residentes en sus mercados financieros.

De la misma manera que un gobierno no tiene ningún interés en que el ahorro doméstico se invierta fuera de sus fronteras, le es extremadamente conveniente que el ahorro no residente acuda al país. Por este motivo, observamos todo tipo de medidas para facilitar la compra por parte de no residentes de activos domésticos. En el caso español, la más notable de estas medidas consiste en la eliminación de las retenciones fiscales sobre pago de cu-

pón de deuda pública, que sólo se aplica a los inversores no residentes.

III. FUERZAS QUE ACTÚAN

Tal como hemos apuntado en el apartado introductorio, la segmentación de los mercados induce un tipo de comportamiento en los agentes que resulta en una situación de inestabilidad. La segmentación posibilita un tipo de operaciones de arbitraje que son potencialmente muy lucrativas para aquellos agentes que las puedan «ensamblar». La búsqueda del beneficio del arbitraje, unida a otros factores, constituye el conjunto de fuerzas que actúan sobre los mercados y los dirigen hacia una mayor integración y globalización. A continuación, pasamos revista a algunos de los mencionados factores.

1. Avances tecnológicos

La aparición de nuevas tecnologías, especialmente en el campo de las comunicaciones y en el almacenamiento y proceso de la información, está jugando un papel clave en la tendencia globalizadora de los mercados. Más concretamente, deberíamos destacar los siguientes aspectos:

a) *Desarrollo de servicios privados de información electrónica.* La proliferación de este tipo de servicios ha generalizado y abaratado notablemente el acceso a las noticias financieras relevantes y a los precios en tiempo real. De esta manera, cualquier inversor, independientemente de su ubicación física, puede saber lo que ocurre en cualquier mercado. La facilidad con que se diseminan la información y los precios provoca que cualquier oportunidad de arbitraje entre mercados sea detectada inmediatamente. Ejem-

plos de proveedores de estos servicios son Reuters, Telerate, Bloomberg, etcétera.

b) *Avances en el terreno de la informática y aparición de los ordenadores personales.* Los PC y el *software* asociado han puesto a disposición de los agentes y de los mercados un gran poder de computación, con unos costes cada vez más bajos. En la década de los noventa, estos avances tecnológicos se han visto reforzados con: 1) la posibilidad de multiplicar la capacidad de proceso de los ordenadores personales utilizando redes; 2) la facilidad de acceso a grandes bases de datos utilizando la tecnología cliente-servidor; 3) el desarrollo de metodologías y algoritmos de búsqueda e interrogación de macrobases de datos.

c) *Aparición de redes cuasi-públicas a escala mundial.* El primer ejemplo que tenemos del impacto de este tipo de redes de comunicación nos lo ofrece la red Internet. En el siguiente apartado, examinaremos con más detalle las posibles implicaciones del futuro desarrollo de este tipo de redes. En cualquier caso, es importante señalar dos extremos: en primer lugar, la tecnología asociada a Internet es un tanto primitiva, y adolece de muchos problemas, especialmente en lo que se refiere a la seguridad; en segundo lugar, es fácilmente imaginable cómo, una vez esos problemas se superen, este tipo de redes será el soporte de amplios mercados físicamente desubicados y extremadamente difíciles de regular, controlar y fiscalizar.

2. Innovaciones financieras: instrumentos derivados (2)

Los instrumentos derivados fueron introducidos en el ámbito

financiero a principios de los años ochenta. Después de quince años, a pesar de algunos problemas y «accidentes» ocurridos en el proceso, podemos afirmar que su éxito ha sido del todo espectacular. Las razones del éxito de este tipo de productos son múltiples. Entre ellas, se cuenta su potencial para movilizar recursos entre mercados con un coste muy bajo y el alto nivel de apalancamiento que posibilitan. Estas características de los derivados financieros los convierten en un instrumento excepcional para «forzar» relaciones de arbitraje y asegurar la interconexión entre mercados.

Otra característica importante de los derivados es que, en gran parte, han contribuido al desarrollo de un mercado nuevo, conocido como el mercado *over-the-counter*, familiarmente, OTC. El mercado OTC es un mercado físicamente desubicado, de características análogas al Euromercado. En cierta medida, el mercado OTC de derivados se ha desarrollado sobre la misma infraestructura en que se apoya el Euromercado.

El mercado OTC de derivados se ha convertido, de hecho, en el segundo Euromercado, en el sentido de que es un mercado auténticamente global y supranacional, y no está sujeto a ningún tipo de regulación por parte de ninguna autoridad doméstica ni internacional.

3. Factores políticos e institucionales

Todo parece indicar que las opiniones prevalentes en estos momentos están claramente en favor de una mayor integración a todos los niveles. En particular, esto se extiende al terreno de los mercados financieros. La Unión Europea, la constitución del

NAFTA, el proyecto de creación de un espacio económico asiático y los acuerdos del GATT apuntan claramente en esa dirección (3).

En los mercados financieros, ha tenido lugar una serie de acontecimientos que han resultado en un reforzamiento de este cambio de actitud de los gobiernos e instituciones. Las tormentas monetarias y de tipos de cambio que distintos países han experimentado en la primera mitad de los noventa han convencido a los gobiernos, bancos centrales y organismos internacionales de la imposibilidad de contener a las «fuerzas del mercado». Parece ser que, generalmente, se acepta la idea de que los estados deben concentrar sus esfuerzos en contener el déficit público y la inflación. Es decir, se ha aceptado la idea de que los mercados únicamente son el reflejo de las condiciones «fundamentales» de las distintas economías nacionales. En consecuencia, es inútil tratar de atacar los «síntomas» sin curar la «enfermedad».

4. Inversores institucionales

Desde principios de los años ochenta, el fenómeno de la inversión institucional (fondos de inversión, fondos de pensiones, etcétera) ha ido, progresivamente, dominando la escena financiera. Los grandes fondos de inversión que actúan «por delegación» del pequeño inversor han contribuido a reforzar el proceso de internacionalización, ya que muchas de las barreras que eran efectivas para los inversores individuales se han mostrado totalmente inefectivas para los grandes inversores institucionales.

En los últimos años, este proceso se ha visto reforzado con la

aparición de los llamados *hedge funds*, cuya filosofía de inversión se basa en la actuación simultánea en todos los mercados, utilizando instrumentos derivados que les permiten altos niveles de apalancamiento. Los *hedge funds* están, normalmente, domiciliados en territorios donde el nivel de regulación es prácticamente nulo. Todo esto hace que los fondos, especialmente los *hedge funds*, hayan contribuido de manera fundamental al proceso de cohesión y globalización de los mercados. Con respecto a la importancia de los *hedge funds*, hay que señalar que, aunque no hay pruebas documentales, fue un conjunto de *hedge funds* el que, con su presión en los mercados, expulsó a la libra esterlina y a la lira italiana del Sistema Monetario Europeo.

5. Homogeneización de las reglas de juego a escala internacional

Desde finales de los años ochenta, se ha iniciado un proceso de convergencia en cuanto a la regulación de los mercados, sus normas contables y su fiscalidad. Este proceso ha sido acelerado por las estructuras de arbitraje que se generaban, basadas en la diversidad y asimetrías contables, fiscales y regulatorias. La generalización del uso de los derivados, especialmente de aquellos que se negocian en el mercado OTC, ha creado situaciones realmente pintorescas en estos ámbitos. Por ejemplo, se ha dado frecuentemente el caso de activos al contado, con rendimientos sujetos a retención fiscal, cuyas contrapartidas sintéticas, construidas a base de combinar derivados, no sufrían retención. Obviamente, esto daba lugar a operaciones de arbitraje sin mucho sentido económico (4).

Sin embargo, la dimensión más importante de la tendencia hacia la homogeneización entre distintas jurisdicciones se sitúa en el control de riesgos y la adecuación de capital. Este último aspecto ha sido objeto de una directiva comunitaria que, muy posiblemente, se extienda para convertirse en un estándar a escala mundial (5).

6. Competencia internacional entre mercados y centros financieros

La competencia entre mercados organizados y centros financieros está provocando una fuerte tendencia hacia la globalización de los mercados. Aunque esta afirmación pueda parecer un tanto contradictoria, está fundamentada en las siguientes razones.

En primer lugar, los mercados presionan a sus instancias reguladoras para que liberalicen al máximo el acceso a los inversores. En segundo lugar, los mercados organizados, como LIFFE o NYSE, están intentando atraer a su esfera de negociación productos internacionales. Por ejemplo, en LIFFE se negocian futuros sobre la deuda italiana y alemana, y en NYSE se puede negociar todo tipo de títulos que cotizan también en otras bolsas. Finalmente, otros mercados organizados están trabajando en la consecución de acuerdos bilaterales o multilaterales con otros mercados para ampliar el espectro de productos listados. Este tipo de acuerdos se da principalmente entre mercados que cubren distintas zonas horarias, de manera que se pueda acceder al instrumento objeto de negociación las veinticuatro horas del día.

IV. LA CONFIGURACIÓN DE LOS MERCADOS EN UN CONTEXTO DE GLOBALIZACIÓN

A pesar de lo dicho en la introducción sobre la segmentación y la compartimentalización de los mercados, creemos que en 1996 se puede argumentar que los mercados financieros están bastante integrados y, aunque aún falta un cierto camino por recorrer, la tendencia hacia la globalización es clara. En el cuadro n.º 1 presentamos algunas cifras que apoyan esta afirmación.

La acción combinada de las fuerzas descritas en el apartado anterior resultará, con toda probabilidad, en una reconfiguración de las estructuras de los mercados financieros. A continuación, presentamos las grandes líneas maestras sobre las que se llevará a cabo dicha reconfiguración:

1) Los mercados organizados tenderán a consolidarse y a integrarse unos con otros. Esta integración puede tomar multitud de

formas. Se puede tratar de fusiones o de acuerdos bilaterales, o se pueden establecer acuerdos para compartir libros de órdenes «multicontribuidos».

2) Asistiremos a un aumento en la importancia del mercado OTC de derivados. El mayor protagonismo de este mercado vendrá impulsado por un resurgir en el número de emisiones de notas estructuradas (6).

3) Los vehículos y procesos de titulización jugarán un papel más importante en los mercados. La titulización y, más generalmente, la movilización de activos superará las dificultades actualmente existentes de carácter artificial y regulatorio. Hoy en día, los procesos de titulización, especialmente en Europa, están un tanto penalizados por dos problemas: la falta de homogeneidad de los activos subyacentes y la calidad crediticia de los emisores. En un futuro, es muy probable que ambas problemáticas sean circunvaladas mediante construcciones sintéticas (7).

4) La negociación transcurrirá sobre unos sistemas complejos, multiformes y cambiantes. Estos sistemas estarían soportados por las redes electrónicas de interconexión que existan. Este es, quizás, el aspecto más difícil de concretar, ya que se trata de la dimensión del mercado más dependiente del estado tecnológico de los sistemas de información. En cualquier caso, es prácticamente seguro que los mercados deorro tenderán a desaparecer y serán sustituidos por sistemas electrónicos de negociación.

Aprovechando la infraestructura de los *networks* de negociación, etc., surgirán agentes especializados en la provisión de servicios de valor añadido que facilitarán el uso y el acceso a las mencionadas redes. Entre las primeras iniciativas, cabe destacar la actualización en tiempo real de *back-offices*, la alimentación de precios para *front-ends*, cálculos de parámetros para control de riesgos, servicios de análisis *on line*, etcétera.

En relación con esto, es además muy probable que asista-

CUADRO N.º 1

FLUJOS NETOS INTERNACIONALES DE INVERSIÓN (Por inversores, en millardos de dólares de EE.UU.) (1986-1994)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994 (*)
América del Norte	3,7	(2,2)	4,0	21,0	12,0	48,3	46,7	89,1	55,0
EE.UU.	2,6	(2,7)	2,0	19,0	10,3	43,3	42,3	84,8	49,0
Fondos de pensiones	2,4	(3,0)	1,5	11,4	8,8	19,8	20,7	56,2	25,0
Fondos mutuos	4,3	2,3	(2,4)	1,8	7,1	4,1	7,0	26,2	36,1
Otros (incluidos ADR)	(4,1)	(2,0)	2,9	5,8	(5,6)	19,4	14,6	2,4	(12,1)
Canadá	1,1	0,5	2,1	2,0	1,8	4,9	4,4	4,3	6,0
Europa	21,4	9,5	14,1	38,3	4,6	40,0	8,0	61,0	46,3
Reino Unido	8,9	3,8	9,7	24,2	(0,9)	25,8	(3,1)	19,4	14,2
Japón	8,2	16,9	3,0	17,0	6,3	3,6	(3,1)	15,3	13,5
Resto del mundo.....	8,8	(7,7)	11,4	9,4	(19,7)	(8,7)	2,0	30,9	4,9
TOTAL	42,0	16,4	32,9	86,6	3,2	100,6	53,7	196,3	119,6

(*) Cifras estimadas.

Fuente: Baring securities, CrossBorder Analysis.

mos a un proceso de interconexión multiforme de los sistemas de negociación, compensación, liquidación y pagos. La separación física de los sistemas mencionados tenderá a desaparecer, dando lugar a redes complejas interconectadas en las que cada segmento será gestionado por un consorcio distinto, atendiendo a distintas reglas y con soportes tecnológicos que competirán entre sí.

5) Tendrá lugar la separación definitiva de los conceptos y funciones de negociación, compensación, liquidación y pagos. Hasta muy recientemente, las funciones de compensación y liquidación han estado subordinadas funcionalmente unas a otras. Sin embargo, es fácilmente predecible que en el futuro dichas funciones sean totalmente autónomas. Incluso se dará el caso de que un mismo instrumento pueda ser compensado y liquidado en varias cámaras distintas, así como que una misma cámara pueda compensar operaciones provenientes de sistemas de negociación distintos. De esta manera, se establecerá una competencia real entre cámaras y sistemas de negociación, con las consiguientes ganancias en eficiencia y costes.

6) Se romperán las barreras que impiden el acceso de grandes fondos y tesorerías de grandes empresas al primer escalón de la negociación. El actual *statu quo* de los mercados, en el que existen al menos tres anillos concéntricos (intermediarios, inversores institucionales y entidades de crédito de segundo orden y, en la parte exterior, los inversores individuales), tenderá a romperse con la migración de agentes que ahora están en el segundo círculo hacia el primero. En un primer paso, este acceso se instrumentará a través de sistemas de *order routings* con acceso discrecional

al libro de órdenes; el segundo paso será la completa liberalización de la entrada al primer círculo. Ejemplos que ponen de manifiesto esta tendencia lo son el *Trade-Point* en Londres y los sistemas privados de contratación que florecen en Estados Unidos compitiendo con NYSE y NASDAQ.

Finalmente, los reguladores tenderán a reconducir los requerimientos de consumo de capital hacia medidas basadas en el riesgo de mercado. Es muy significativo a este respecto que las últimas directivas sobre riesgos del Banco Internacional de Pagos estén orientadas a acompasar los consumos de capital por riesgo a las condiciones de volatilidad de los mercados. Junto con la uniformización en el terreno regulatorio, observaremos una homogeneización «tendencial» de las normas contables y fiscales a escala de productos, de países y de participantes en los mercados. Dicha homogeneización vendrá dictada por la cada vez mayor facilidad con que los mercados son capaces de arbitrar las asimetrías regulatorias, contables o fiscales. Ejemplo claro de esta tendencia lo constituye la batería de directivas comunitarias referidas a servicios de inversión, banca, fondos, requerimientos de capital, etcétera.

CONCLUSIÓN

A lo largo de este trabajo, hemos visto cómo las fuerzas del mercado, apoyadas en avances tecnológicos e innovaciones financieras, están impulsando el proceso de globalización, superando las barreras institucionales que aún segmentan los mercados y cambiando las actitudes de los legisladores, que cada vez toman una posición más liberal.

Los más destacados factores que hemos visto han sido: los avances tecnológicos, las innovaciones financieras, los factores políticos e institucionales, los inversores institucionales y la competencia internacional entre mercados y centros financieros.

Finalmente, hemos planteado un escenario, una nueva configuración de los mercados que reposa sobre una estructura mundial de comunicaciones que será capaz de soportar un mercado supranacional y auténticamente global.

En el caso de España, creemos que nuestros precios ya hoy tienen un mercado muy abierto e integrado. Aproximadamente, el 40 por 100 de las operaciones de renta variable las efectúan operadores no residentes. Estos agentes realizan, asimismo, el 30 por 100 de las operaciones de la deuda, y de futuros y opciones.

España es un país tecnológicamente muy avanzado en el campo financiero. Sus mercados de deuda, y de futuros y opciones ocupan un lugar prominente en el *ranking* mundial de contratación. El sistema de pagos del Banco de España es uno de los más avanzados del mundo, y su gestión ha sido impecable y extraordinariamente eficiente durante toda su existencia.

Nuestro país tiene muy poco que perder y mucho que ganar de un proceso de globalización, ya que la posición de partida es razonablemente ventajosa. Sin embargo, es importante mantener la competitividad durante todo el proceso, sin caer en liberalismos extremos, cándidos y gratuitos (8).

NOTAS

(1) Más información sobre la historia del Euromercado se puede encontrar en BENZIE (1992).

(2) El contenido de este epígrafe se ha adaptado de KETTERER (1995).

(3) En CNMV (1995), se encuentra una evaluación del impacto del GATT en el sector financiero.

(4) DAS (1991), y KLEIN y LEDERMAN (1994) ofrecen abundantes ejemplos de operaciones de arbitraje.

(5) Una discusión más amplia de estos aspectos se puede encontrar en CULP (1995).

(6) Una nota estructurada es un producto de inversión que típicamente consiste en un activo de renta fija más un instrumento derivado. El componente de renta fija acostumbra a ser un pagaré, un bono, una obligación, etc., y como elementos derivados se utilizan los *forwards*, las opciones, los *collar* y otros derivados más sofisticados.

Uno de los ejemplos más simples y conocidos de notas estructuradas son los llamados «bonos bolsa». Los bonos bolsa son bonos que tienen la particularidad de pagar al inversor un cupón más el valor que alcance el índice bursátil de referencia sobre un valor prefijado.

Recordemos que este tipo de instrumentos ha sido profusamente emitido en España en los últimos tiempos. Naturalmente, existen notas estructuradas mucho más complejas y sofisticadas que las basadas en una simple opción sobre un índice bursátil. Por ejemplo, si un inversor espera un aplanamiento de la curva de tipos, le podría interesar comprar un instrumento (nota estructurada) consistente en un bono cuyos cupones

aumentarían cuando el diferencial entre tipos a corto y largo plazo disminuyera. En general, las notas estructuradas tienen opciones imbuidas, tipo *caps*, *collars*, etc. Los pagos de «cupón» pueden seguir cualquier función arbitraria de la evolución de las variables subyacentes, tipos de interés o tipos de cambio o índices bursátiles. Algunas notas pagan cupón inverso al tipo a corto plazo, otras a los precios de los índices de mercaderías, etcétera.

Desde principios de los noventa, el mercado de notas estructuradas ha crecido espectacularmente en Estados Unidos (de 18.000 millones de dólares de los EE.UU. emitidos en 1990 a 92.000 millones de dólares de los EE.UU. emitidos en 1994). La base del éxito de este tipo de instrumentos reside en que han conseguido ofrecer una solución bastante buena a la típica asimetría de intereses que se da entre inversores y emisores.

(7) FABOZZI y MODIGLIANI (1992) explican, con profusión y al detalle, todo lo referente a la titulación.

(8) El impacto en el sector financiero de la Unión Europea se examina con detalle en VARIOS AUTORES (1995).

BIBLIOGRAFÍA

BENZIE, RICHARD (1992), «The development of the international bond markets», Bank

for International Settlements, *Economic Papers*, n.º 32, Basilea, enero.

COMISION NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES —CNMV— (1995), «El acuerdo sobre los servicios financieros en el marco del GATT: Referencia a los mercados de valores», *Documentos de Trabajo*, septiembre.

CULP, Christopher L. (1995), «Regulation and the growth of derivatives in the global banking system», *Derivatives Quarterly*, volumen 1, n.º 4.

DAS, Satyajit (1991), *Swap financing*, IFR Publishing Ltd., Londres.

FABOZZI, Frank J., y MODIGLIANI, Franco (1992), *Mortgage & Backed securities markets*, Harvard Business School Press.

KETTERER, Juan Antonio (1995), «El desarrollo de los productos derivados y sus consecuencias en los mercados financieros», *Perspectivas del Sistema Financiero*, número 50, Fundación FIES y Caja de Ahorros de Navarra.

KLEIN, Robert A., y LEDERMAN, J. (1994), *The handbook of derivatives and synthetics*, Probus, Chicago Illinois.

VARIOS AUTORES (1995), «Mercado de valores y mercado financiero único», *Perspectivas del Sistema Financiero*, n.º 49, Fundación FIES de la CECA.

Resumen

El presente trabajo tiene como objeto el análisis de los mercados desde el punto de vista de su interrelación y de su dinámica futura hacia la globalización. Los avances tecnológicos, las innovaciones financieras, factores políticos e institucionales, los grandes inversores institucionales y la competencia entre centros financieros son las fuerzas motrices de un proceso tendente hacia la globalización de los mercados. Este proceso implicará una reconfiguración de los mercados que tendrán un carácter global y auténticamente supranacional. Este nuevo modelo de mercados estará soportado por una infraestructura de comunicaciones integrada a nivel mundial que, posiblemente, evolucionará desde el actual Internet.

Palabras clave: globalización, mercados financieros, tecnologías de la información.

Abstract

This paper analyzes markets from the standpoint of their inter-relatedness and the dynamics of their globalization in the future. Technological progress, financial innovation, political and institutional factors, the major institutional investors, and competition between financial centers are the driving forces in the growing tendency towards the globalization of markets. This process will lead to the reshaping of markets, giving them a global and truly supranational character. This new market model will rest on a communications infrastructure integrated at a world level, possibly as an offshoot of the current Internet.

Key words: globalization, financial markets, information technologies.

JEL classification: F390.