

ENRIQUE PALAZUELOS

La globalización financiera

La internacionalización del capital financiero
a finales del siglo XX



EDITORIAL
SINTESIS

ECONOMÍA

Serie: ACTUALIDAD

ORÍGENES DEL PROCESO INTERNACIONALIZADOR

1.1. Factores desencadenantes

Tomando en cuenta las características que adoptó la economía internacional durante la segunda mitad de los años setenta, debe repararse inicialmente en la repercusión que tuvieron distintos factores sobre el nuevo orden financiero internacional, en un contexto económico netamente recesivo donde los principales países desarrollados perdieron más de la mitad de la capacidad de crecimiento que habían logrado durante las décadas anteriores. Los factores a examinar son los siguientes: *a)* la crisis definitiva del sistema monetario internacional; *b)* la colocación en las economías occidentales del excedente comercial en dólares logrado por los países árabes a través de la exportación de petróleo; *c)* la desorganización de los mercados de materias primas; *d)* el cambio en la estrategia financiera de las grandes corporaciones transnacionales; y *e)* los crecientes déficit presupuestarios de los países desarrollados. En el punto de partida, operando como telón de fondo en el que intervinieron esos factores, deben considerarse dos cuestiones fundamentales: la crisis económica y el exceso de dólares líquidos que circulaban por la economía mundial

La crisis económica se fue gestando durante la segunda mitad de los años sesenta y estalló definitivamente en la primera mitad de los años setenta, según se analiza en E. Palazuelos *et al.* (1986 y 1988). Quebró así un modelo de acumulación que durante los años cincuenta y sesenta había proporcionado a las economías desarrolladas un crecimiento económico elevado y relativamente estable. Entre otras consecuencias, dicha quiebra supuso el descenso de la tasa de rentabilidad de las empresas, la ruptura de los mecanismos redistributivos y de consenso social y la descomposición del marco de relaciones económicas internacionales que hasta entonces habían estado vigentes.

Precisamente uno de los rasgos más notables de esa descomposición consistió en la incesante salida de dólares desde la economía de los Estados Uni-

dos hacia el resto de los países a través de los crecientes déficit registrados por la balanza de pagos de aquella economía. De ese modo, como detalla F. Block (1980), sin que las autoridades norteamericanas aplicaran las restricciones monetarias internas que exigía la corrección de ese fuerte desequilibrio externo, la circulación monetaria internacional recibió una continua inyección de liquidez. El exceso de dólares se convertía así en un problema monetario para los demás países, a la vez que hacía inviable el funcionamiento del sistema monetario internacional establecido en 1944.

1.1.1. *Desaparición del sistema monetario internacional*

Es así que, en el frontiscipio de la expansión de los mercados internacionales de divisas y de capitales, se encuentra la quiebra de los mecanismos monetarios acordados en Bretton Woods. La persistente inadecuación de aquel sistema monetario al contexto económico surgido durante la expansión económica de los años cincuenta y sesenta hizo necesaria la adopción de sucesivas reformas que se fueron introduciendo a lo largo de esa última década: la constitución del *pool* del oro en 1961, el Acuerdo General de Préstamos en 1962, la formación del doble mercado del oro en 1968 y la emisión de los Derechos Especiales de Giro en 1969.

La situación exterior de la economía estadounidense se deterioró hasta el punto en que las reservas de oro y activos internacionales en manos de la Reserva Federal apenas suponían el 10% de las reservas mundiales (frente a casi el 60% en 1949) y su cantidad de oro —que era la base sobre la que se establecía el valor del dólar— sólo podía respaldar uno de cada diez dólares que circulaban por el mundo. En esas circunstancias, en agosto de 1971 Richard Nixon decidió poner fin a la convertibilidad dólar-oro, rompiendo así la premisa fundamental en la que se sustentaba el sistema monetario internacional creado en 1944.

Durante los años siguientes se llevaron a cabo diversos intentos para mantener en funcionamiento ciertas reglas monetarias comunes. Surgieron entonces el *Smithsonian Agreement* y otras propuestas que se presentaron en el Grupo de los 10 países más industrializados, el Comité de los Veinte y el Comité Interino, debatiéndose en el seno del Fondo Monetario Internacional. Una tras otras, esas propuestas fueron fracasando hasta que en la cumbre de Jamaica, celebrada en enero de 1976, se formalizó el reconocimiento institucional de lo que ya era una realidad desde 1973: el funcionamiento de tasas de cambio flotantes, de modo que las monedas no tenían ninguna vinculación directa con el oro ni con ningún otro numerario de referencia; por lo tanto, ningún gobierno tenía que asumir la obligación previa de garantizar la paridad fija de su moneda nacional. La norma básica del nuevo escenario monetario mundial consistía en la ausencia de normas, por lo que, como señala E. Ontiveros (1997) el nuevo sistema monetario era de hecho un *no-sistema*.

Contexto recesivo de los años setenta

En el conjunto de los países de la OCDE, el crecimiento del producto interior bruto se redujo desde una tasa media anual del 5,1% en el intervalo 1960-1968 a otra del 2,6% entre 1973-1979. El descenso fue del 4,4% al 2,4% en los Estados Unidos; del 4,1% al 2,3% en Alemania Federal; del 3,1% al 1,5% en Gran Bretaña; del 5,4% al 3,1% en Francia y del 10,4% al 3,6% en Japón.

En términos de productividad media del trabajo (PIB por empleado), el retroceso fue todavía más agudo, ya que la tasa media de crecimiento disminuyó desde el 4,1% al 1,5% anual en el conjunto de los países de la OCDE.

Fuente: OCDE, Historical Statistics.

Concluía así un largo periodo en el que la liquidez monetaria internacional se había administrado a través de los saldos negativos de la balanza de pagos de los Estados Unidos, siendo ése el único modo de regular la oferta de dólares que circulaban por la economía mundial. En adelante la liquidez quedaría determinada por las condiciones financieras internacionales, lo que en otras palabras significaba que serían los mercados financieros los proveedores de la oferta monetaria internacional.

La posición intransigente de la administración norteamericana, con el respaldo de las máximas autoridades del Fondo Monetario Internacional, anuló cualquier posibilidad de que tanto el oro como los DEG pudieran jugar un papel más activo como referentes básicos de un nuevo ordenamiento monetario. Desde 1975 el FMI dejó de publicar un precio oficial para el oro, a la vez que esa institución y la Reserva Federal de los Estados Unidos procedieron a vender parte del oro que tenían en sus reservas, como muestra inequívoca de que las nuevas reglas monetarias excluían cualquier margen de monetización de ese metal precioso.

Los defensores de la flotación de las monedas, es decir, de la variación de las tasas de cambio sin condiciones previas, ensalzaban por entonces las notables ventajas del nuevo esquema de funcionamiento. Los ajustes monetarios internos podrían realizarse con mayor suavidad, puesto que no estaban sujetos a la rigidez que imponían las tasas de cambio fijas. Los bancos centrales no tendrían que seguir gastando sus reservas en mantener la paridad de sus monedas. Los gobernantes de cada país podrían decidir su propia política cambiaria, obteniendo así una mayor autonomía para elaborar sus políticas monetarias y fiscales, sin tener que someterse a condicionantes externos, de modo que podrían

aislar mejor a su economía de las presiones inflacionistas procedentes de otros países. Igualmente, la nueva situación monetaria y financiera reportaría una mayor liquidez, lo que permitiría a los agentes económicos acceder a mayores cotas de financiación externa incurriendo en menores costes. Surgía también la posibilidad de que cualquier moneda o grupo de monedas fuertes pudiera convertirse en un medio de pago utilizado en las transacciones internacionales y también en un nuevo activo financiero, valorizable según la expectativa de beneficio que se derivase de su cotización esperada en el futuro.

1.1.2. Reciclaje de los petrodólares

El segundo factor a considerar se encuentra también en casi todos los estudios dedicados al tema. Se trata de la creación de un enorme volumen de liquidez (dólares en su inmensa mayoría) que estaba disponible en los bancos de los principales países desarrollados, durante la segunda mitad de los años setenta, como consecuencia de los depósitos realizados por los dirigentes árabes de los países exportadores de petróleo. Las fuertes subidas de los precios de los crudos iniciadas en el último trimestre de 1973 dieron lugar a que la balanza por cuenta corriente de esos países petroleros registrase grandes superávits que en su mayor parte fueron colocados en aquellos bancos occidentales. Según el Fondo Monetario Internacional (*World Economic Outlook*), entre 1974 y 1978 el saldo excedentario global de los países de la OPEP fue de 170.000 millones de dólares y, después del segundo *shock*, entre 1979 y 1981, el saldo alcanzó otros 225.000 millones de dólares.

El "reciclaje" de aquella enorme cantidad de *petrodólares* aportó una gran liquidez a los bancos europeos y estadounidenses. Según la citada fuente, entre 1974 y 1981 las salidas de capital desde los países de la OPEP superaron los 460.000 millones de dólares. De ellos, 160.000 millones se colocaron como depósitos en los bancos occidentales; 230.000 millones se destinaron a la compra de acciones y de obligaciones (públicas y privadas), a la concesión de créditos bilaterales y a la realización de inversiones directas en países occidentales; 60.000 millones fueron prestados a países no desarrollados; y los otros 10.000 millones fueron aportados a los organismos internacionales (FMI y Banco Mundial).

De ese modo, los depósitos de dólares en los bancos occidentales experimentaron un gran aumento en unos años en los que la demanda de créditos por parte de los agentes privados (empresas y familias) era bastante débil como consecuencia de la fase recesiva que atravesaban sus economías. En esas circunstancias, la estrategia de los bancos consistió en facilitar la demanda de crédito proveniente de los gobiernos occidentales que tenían dificultades presupuestarias, así como de los gobiernos y empresas pertenecientes a ciertos países no desarrollados cuyas economías ofrecieran ciertas garantías como prestatarios.

Se trataba de países con recursos petroleros que disponían de divisas (México, Venezuela, Argelia) o de países que venían experimentando altas tasas de crecimiento económico y que precisaban de ahorro externo para seguir sosteniéndolo (Corea del Sur, Filipinas, Brasil, Argentina, Chile y Perú), o bien de países de Europa del Este que iniciaban su apertura externa (Polonia y Hungría). Así fue cómo un grupo de países no pertenecientes al selecto "club" de las economías desarrolladas encontró alicientes para endeudarse ante una amplia oferta de préstamos, que eran concedidos a unos tipos de interés ciertamente bajos y que estaban denominados en dólares cuando la moneda estadounidense estaba sometida a un persistente proceso de depreciación.

Se produjo entonces un gran apogeo de los préstamos internacionales, ampliándose el mercado de *eurocréditos*, contando con el protagonismo de los países no desarrollados, que concentraron aproximadamente la mitad del total de préstamos concedidos durante la segunda mitad de los años setenta. Consecuentemente, la deuda externa a medio y largo plazo de esos países, que había aumentado entre 1970 y 1975 desde 66 hasta 162.000 millones de dólares, se aceleró durante la segunda parte de la década hasta alcanzar los 470.000 millones de dólares. De éstos, casi 225.000 millones correspondían a los países latinoamericanos frente a los apenas 30.000 millones de deuda en 1972, según CEPAL (*Estudio Económico de América Latina*).

1.1.3. Desorganización de los mercados de materias primas

El tercer factor que introdujo nuevos cambios en la escena financiera internacional también estuvo relacionado con los *shock* petroleros y, más en general, con la desestabilización de diversos mercados de materias primas durante los años setenta. El comercio internacional de esos productos básicos se vio convulsionado no sólo por las fuertes alzas registradas en sus precios, sino también por las alteraciones que experimentaron sus mecanismos de intercambio. Al cabo de varias décadas en las que los mercados de productos primarios habían funcionado en un marco de casi total certidumbre, con la estabilidad cambiaria que garantizaba el *Gold Exchange Standard*, existiendo también una línea de continuidad entre los agentes que intervenían y en las formas comerciales que se empleaban, de repente, en apenas unos años, esos mercados se tornaron cambiantes e inciertos y quedaron sometidos a una creciente desorganización.

En esas condiciones, surgieron nuevos intermediarios no convencionales que trataban de aprovechar las posibilidades abiertas para acceder a los oferentes primarios (países productores), comprando o comprometiendo pedidos de compra que después ellos ofrecían bajo novedosas condiciones comerciales y financieras a otros intermediarios, o bien a las empresas occidentales que eran las demandantes finales de esos productos. Surgió así una multitud de

modalidades de contratación, de financiación y de intermediación en el comercio de metales, artículos agropecuarios y productos energéticos.

Debido a su gran dimensión e influencia económica, el mercado de crudos de petróleo fue el paradigma de esas nuevas experiencias comerciales y financieras. El *shock* de 1973 supuso el desvertebramiento de una parte significativa de las redes comerciales que previamente habían sido establecidas bajo el estricto control oligopólico de las grandes compañías estadounidenses (Exxon, Mobil, Texaco, Gulf, Chevron) y europeas (British Petroleum, Shell).

Como explica D. Yerguin (1992), desde el lado de la oferta la mayoría de los países productores nacionalizaron su producción de crudos, o bien suspendieron las concesiones de explotación de sus yacimientos otorgadas décadas antes, procediendo seguidamente a modificar las condiciones de los contratos de entrega a las compañías occidentales que exportaban sus crudos. A la vez, surgieron nuevos países productores que estaban en condiciones de lanzar cantidades crecientes de crudos al mercado internacional a través de sus compañías nacionales.

Desde el lado de la demanda, muchas refinerías que se dedicaban a la producción de derivados petrolíferos, igual que las empresas estatales dedicadas a la importación de crudos, buscaron la forma de garantizar sus compras con precios más estables y en plazos establecidos. Así fue cómo las grandes petroleras tuvieron que modificar sus condiciones de compra-venta y no pudieron evitar la aparición de una pléyade de intermediarios deseosos de aprovechar los resquicios creados por las condiciones de un mercado volátil, confuso y desorganizado.

El segundo *shock* de 1979, tras el derrocamiento del sha de Persia y el estallido de la guerra Irán-Irak, estimuló más la proyección exportadora de México y de países como Egipto, Malasia, Angola y China. Las grandes compañías petroleras optaron entonces por ampliar sus formas de venta al contado, que ya en 1982 representaban el 50% de su volumen de contratación, en tanto que los múltiples intermediarios existentes y las agencias estatales de los países exportadores apostaron por los contratos a plazo y de futuros. Se originó así una centuplicación de las operaciones comerciales de compra-venta de crudos, que generalmente requerían la utilización o el respaldo de grandes volúmenes de capital para participar en esos negocios. Una misma partida del producto era objeto de un gran número de transacciones efectuadas a través de intermediarios que en muchos casos no tenían ningún vínculo directo con el petróleo, pero que estaban dispuestos a aprovechar las expectativas de lucro que se presentaban mediante la compra de importantes cantidades de crudos que posteriormente vendían a un precio superior.

En el transcurso de esas operaciones se fue reduciendo el margen de beneficio por unidad, de modo que la posibilidad de obtener importantes ganancias se cifraba en la magnitud global de las compra-ventas y en las formas financieras fijadas en los contratos para protegerse frente a diversas contingencias en cuanto a las variaciones de los tipos de cambio, los plazos de entrega de los suminis-

tros, las formas de pago y otras. Se amplió con ello, considerablemente, el aviso de intereses especulativos, atrayendo a empresas financieras de muy diverso tipo que se movían en función del potencial de beneficios que presentaba un mercado de grandes dimensiones, incierto y cambiante día a día. Como es lógico, a esas empresas les interesaba el mantenimiento de ese escenario inestable e incierto, porque era el que permitía la consecución de importantes beneficios.

1.1.4. Posición privilegiada de las corporaciones transnacionales

Un cuarto factor que resultó fundamental para que se modificaran las condiciones financieras internacionales fue el comportamiento de las grandes corporaciones transnacionales. El contexto recesivo de la economía mundial había reducido la tasa de rentabilidad de las empresas de los países desarrollados, lo que a su vez indujo a una disminución de sus inversiones productivas, creándose así las condiciones para ulteriores caídas de sus tasas de crecimiento de la productividad y de los beneficios. Para afrontar esa espiral descendente, las grandes empresas emprendieron distintas políticas tecnológicas, salariales y de empleo, a la vez que elaboraron nuevas estrategias productivas y comerciales que incorporaban un sesgo cada vez más financiero en el conjunto de su actividad económica. Este factor es ignorado por una buena parte de la literatura que se ocupa de la globalización financiera, aunque su importancia sí queda resaltada en otros trabajos como los que figuran en la bibliografía seleccionada al final del capítulo.

Las grandes corporaciones acentuaron su interés por reducir los costes de financiación de su pasivo, de manera que –aprovechando la presencia de sus compañías filiales en distintos países– buscaron las mejores posibilidades para encontrar recursos crediticios o emitir títulos, según las ventajas fiscales o financieras que se presentaban en cada país, de forma que fueron independizando cada vez más el origen y el destino de su financiación. A la vez, ampliaron la diversificación de su pasivo mediante la emisión de obligaciones en unos mercados internacionales que les proporcionaban ventajas en cuanto a los menores costes de emisión o de amortización, o bien en la obtención de plazos más amplios de vencimiento.

Al mismo tiempo, las estrategias empresariales incorporaron la posibilidad de rentabilizar los niveles de liquidez disponibles de manera conjunta por las casas centrales y sus compañías filiales. Para ello ampliaron su participación como prestamistas en los mercados de títulos y de créditos, depositando eurodólares en los bancos europeos y adquiriendo obligaciones emitidas por otras empresas y gobiernos en esos mercados internacionales. Los departamentos de divisas de las grandes corporaciones encontraron fórmulas ventajosas para realizar una actividad cambiaria continua, muy superior a los requerimientos específicos de sus intercambios comerciales y de sus inversiones productivas. Gracias a su gran dimensión y a su localización multinacional, esas firmas encontraban

oportunidades ventajosas para diversificar sus actividades en los países en los que las realizaban, disponiendo de una mayor capacidad para gestionar el riesgo de sus operaciones.

Se produjo, pues, en los años setenta una temprana y relevante irrupción de las corporaciones transnacionales en los mercados financieros, cuya importancia radicaba en cuatro aspectos significativos: *a)* la magnitud de sus operaciones; *b)* las variantes introducidas en las formas que utilizaban y en los productos financieros que emitían y/o adquirían; *c)* el carácter directamente internacionalizador de sus actividades; y *d)* la profundidad de las relaciones internas al grupo corporativo (matriz-filiales) de una gran parte de las actividades que llevaban a cabo.

Por esos motivos, en la medida en que sus pretensiones chocaban con las restricciones impuestas por las regulaciones nacionales en materia de políticas cambiarias y de movimientos de capitales, las grandes firmas transnacionales se convirtieron en una de las principales voces que comenzaron a clamar por la eliminación de esos controles y en favor de la liberalización de los movimientos financieros internacionales. Era evidente que sin obstáculos podrían aprovechar mejor la favorable posición que se derivaba de la extensión de sus empresas por toda la geografía mundial, del ámbito internacional de sus actividades y de la privilegiada conexión comercial y financiera que existía entre la casa matriz y sus empresas filiales.

1.1.5. Déficit presupuestarios

El quinto elemento que fomentó el desarrollo internacional de los mercados financieros fue la ampliación de los déficit fiscales que registraban la mayoría de los gobiernos occidentales. Los poderes públicos habían asumido un número creciente de funciones económicas durante las décadas de expansión, lo cual dio lugar a que creciesen con rapidez sus gastos de inversión y consumo y sus transferencias a los agentes económicos privados. En la medida en que los ingresos públicos aumentaron más lentamente, los déficit fueron ampliándose en casi todos los países desarrollados.

Hasta 1973 presentaban déficit significativos economías como las de Estados Unidos, Gran Bretaña e Italia, pero durante el intervalo de 1974 a 1980 se produjo un fuerte incremento de los gastos que condujo a un empeoramiento generalizado de las cuentas públicas en todas las economías desarrolladas. De un lado, aumentaron con rapidez las transferencias para dar cobertura social a un número creciente de trabajadores desempleados. De otro lado, los gobiernos siguieron manteniendo una lectura keynesiana de las características que adoptaba la crisis económica y, por ello, tendieron a aumentar sus gastos con el propósito de generar una mayor demanda pública que compensara la caída de la inversión y el consumo privados.

Consecuentemente, según el FMI (*Estadísticas Financieras Internacionales*), en el conjunto de los países de la OCDE el déficit pasó del 0,2% al 2% del PIB, siendo aún más alto el desfase presupuestario de algunos gobiernos a la altura de 1980. Este era el caso de los Estados Unidos, Canadá, Austria, Gran Bretaña, Holanda, Nueva Zelanda, Bélgica e Italia. La situación siguió agravándose durante la primera mitad de los años ochenta, de modo que el promedio del déficit en el conjunto de los países de la OCDE se acercó al 3%.

La presencia de notables tensiones inflacionistas en sus respectivas economías indujo a los gobiernos occidentales a buscar formas de financiación de las cuentas públicas que implicasen la menor monetización posible de sus déficits. En esa tesitura uno de los recursos más utilizados fue la demanda de préstamos exteriores y, más tarde, la emisión de deuda en los mercados internacionales.

1.2. Primeras resultantes

Los cinco factores referidos modificaron el paisaje de las relaciones financieras internacionales, ampliando la panoplia de opciones que tenían a su disposición los agentes públicos y privados para acceder a préstamos y/o emitir obligaciones en condiciones claramente favorables para los deudores, ya que los tipos de interés nominales quedaban con frecuencia por debajo o en niveles similares a las tasas de inflación (en alza). Aquel contexto internacional recesivo e inflacionista favorecía el endeudamiento de las empresas que tenían capacidad para acceder a esos mercados, de los gobiernos occidentales con problemas presupuestarios, de los gobiernos de países no desarrollados dispuestos a estimular el crecimiento de sus economías, y de las agencias internacionales que canalizaban las ayudas financieras hacia los países no desarrollados.

1.2.1. Ampliación de los mercados financieros internacionales

Los depósitos colocados en las instituciones bancarias instaladas fuera del país al que pertenecía la moneda utilizada (inicialmente dólares colocados en bancos europeos) crecieron con celeridad. Según el Banco de Pagos Internacionales (*Annual Report*), en términos brutos los depósitos pasaron de menos de 100.000 millones en 1970 a más de 500.000 millones en 1975, superando el billón de dólares en 1978 y el billón y medio en 1980. En términos netos, una vez deducidas las duplicaciones de cuentas, los 65.000 millones de 1970 se convirtieron cinco años después en 265.000 millones y superaron los 800.000 millones en 1980.

Se trata de cifras que muestran la importancia de un fenómeno cuyos orígenes se remontan a las décadas anteriores. A finales de los años cincuenta, en

plena Guerra Fría, los dirigentes de la Unión Soviética y de otros países del Este decidieron trasladar a Europa occidental los recursos financieros que tenían colocados en dólares en los bancos de los Estados Unidos. Para ponerlos al abrigo de cualquier decisión punitiva de las autoridades norteamericanas, esos activos fueron transferidos al Moscow Narodny Bank, ubicado en Londres, y a la Banque Commerciale pour l'Europe du Nord, con sede en París.

Con posterioridad, los depósitos en dólares colocados en los bancos europeos fueron aumentando debido a otros móviles. Las compañías europeas de seguros que operaban en los Estados Unidos disponían de un significativo nivel de liquidez en dólares para el que no existía ninguna remuneración atractiva en la estructura financiera norteamericana, debido a lo cual decidieron transferirlos a los bancos europeos que ofrecían intereses por esos depósitos. Por similares razones, algunos bancos y empresas estadounidenses deseaban escapar de la reglamentación Q vigente en su país, la cual limitaba desde 1958 la remuneración de los intereses de los depósitos a plazo colocados en los bancos y la prohibía para los depósitos a la vista. Nuevas restricciones fueron introducidas por la administración demócrata en 1963 para impedir la salida de dólares, cerrando el acceso de las empresas y los gobiernos extranjeros a la captación de dólares dentro de los Estados Unidos, lo cual alentó el traslado de dólares a Europa (principalmente a Londres) procedentes de empresas y bancos norteamericanos.

La normalización de las monedas europeas, según fueron declarándose plenamente convertibles desde 1958, dio paso a una mayor relajación de los controles sobre los movimientos de capitales. La crisis de la libra esterlina en 1957 despejó definitivamente cualquier asomo de duda sobre la primacía del dólar como moneda de referencia internacional, confirmando la disposición de los bancos centrales de los países europeos a incrementar la proporción de sus reservas en dólares. En Gran Bretaña, para eludir los controles introducidos por el gobierno –limitando los préstamos externos en libras– los bancos comenzaron a desarrollar una creciente actividad crediticia en dólares.

Así pues, durante los años sesenta una serie de prolegómenos había ido creando un modesto mercado de dólares depositados en bancos europeos. Sin embargo, ese mercado no alcanzó una auténtica presencia financiera internacional hasta que se produjo la formidable avalancha de dólares depositados por los dirigentes árabes a partir de mediados de los años setenta.

Los mercados de crédito y de valores –conocidos como *euromercados* porque tenían lugar en plazas europeas y estaban denominados en dólares– experimentaron un primer impulso durante la segunda mitad de los años setenta. Simultáneamente, empezaron a desarrollarse los intercambios de divisas más allá de las necesidades que tenían las empresas y los gobiernos para efectuar sus operaciones comerciales e inversoras en el exterior, o de las que tenían los bancos centrales para mejorar la calidad y el nivel de sus reservas. El margen para llevar a cabo actividades especulativas fue incrementándose en la medida

en que se acentuaba la inestabilidad de las tasas de cambio, creándose oportunidades lucrativas que atraían tanto a los grandes bancos y firmas transnacionales, como a nuevas empresas financieras. Según el Banco de Pagos Internacionales (*Annual Report*), a finales de la década las transacciones diarias de divisas ascendían a 75.000 millones de dólares.

Los mercados internacionales de capital habían ido creciendo paulatinamente hasta alcanzar los 40.000 millones de dólares en 1974-1975 y se componían en partes similares de préstamos concedidos por los bancos y de obligaciones emitidas desde los países occidentales. El ritmo de expansión de los mercados de capital (cuadro 1.1) se avivó durante la segunda mitad de la década, experimentando una primera aceleración en 1976-1977 y una segunda en el bienio 1979-1980 que situó su volumen global por encima de los 120.000 millones de dólares, de los cuales dos tercios correspondían a la concesión de préstamos internacionales y el resto a la emisión de obligaciones. Éstas podían ser *foreign bonds*, que estaban denominadas en la moneda del país en el que se colocaban,

Cuadro 1.1

Mercados internacionales de capital: 1972-1980
(miles de millones de dólares)

| | 1972 | 1973 | 1974 | 1975 | 1976 | 1977 | 1978 | 1979 | 1980 |
|---|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Total | 19,9 | 30,9 | 40,8 | 42,6 | 63,0 | 70,3 | 111,4 | 119,9 | 120,8 |
| Préstamos bancarios | 8,7 | 20,8 | 28,5 | 20,6 | 28,4 | 34,2 | 73,8 | 79,3 | 81,0 |
| Obligaciones | 11,2 | 10,1 | 12,3 | 22,0 | 34,6 | 36,1 | 37,4 | 40,6 | 39,8 |
| <i>Distribución según los prestatarios de créditos y obligaciones</i> | | | | | | | | | |
| Países de la OCDE | 12,4 | 19,0 | 26,0 | 23,2 | 37,5 | 40,4 | 62,1 | 60,9 | 74,2 |
| Canadá | 1,5 | 1,3 | 2,2 | 4,8 | 10,2 | 5,9 | 14,3 | 4,9 | 9,4 |
| Gran Bretaña | 2,2 | 4,7 | 5,9 | 1,3 | 3,4 | 4,2 | 6,7 | 3,2 | 3,5 |
| Estados Unidos | 3,1 | 2,4 | 1,5 | 1,0 | 1,0 | 2,4 | 4,7 | 7,4 | 12,7 |
| Países de la OPEP | 1,3 | 3,0 | 0,9 | 3,3 | 3,8 | 6,9 | 12,1 | 9,2 | 7,1 |
| Países no desarrollados | 3,1 | 5,6 | 8,2 | 8,7 | 12,9 | 15,0 | 27,1 | 39,0 | 30,0 |
| México | 0,6 | 1,4 | 1,5 | 2,4 | 2,6 | 4,2 | 6,9 | 10,8 | 6,2 |
| Brasil | 0,8 | 0,9 | 1,6 | 2,1 | 3,5 | 3,2 | 6,2 | 7,1 | 5,6 |
| Corea del Sur | 0,1 | - | 0,3 | 0,3 | 1,1 | 0,9 | 1,7 | 2,7 | 2,1 |
| Países de Europa del Este | 0,3 | 0,6 | 1,0 | 2,6 | 2,3 | 2,9 | 3,8 | 4,9 | 2,7 |
| Otros países | 0,6 | 0,6 | 1,1 | 1,2 | 1,2 | 0,1 | 0,6 | 0,5 | 0,8 |
| Agencias Internacionales | 2,1 | 2,1 | 3,7 | 3,5 | 5,2 | 4,8 | 5,3 | 5,4 | 5,9 |

que era distinto al que pertenecía la empresa o gobierno emisor, o bien *euro-bonds*, denominadas en monedas distintas al país en el que se colocaban, y con frecuencia también al país al que pertenecía el agente emisor.

Agregando la totalidad de los flujos de capital internacional durante la segunda mitad de la década, su cómputo se acercó al medio billón de dólares (485.000 millones), de los cuales el 61% fueron préstamos bancarios, el 19% obligaciones exteriores y el 18% euro-obligaciones, además de un cupo marginal de bonos especiales emitidos por organismos internacionales y colocados a través de los bancos centrales y de los gobiernos de los países occidentales (cuadro 1.1).

En el ámbito de las obligaciones se aprecia un predominio absoluto de las economías desarrolladas, tratándose de un mercado en el que los emisores y los inversores eran fundamentalmente grandes empresas y gobiernos pertenecientes a un número reducido de países occidentales. Las empresas emitían esos títulos con el propósito de conseguir financiación internacional en condiciones más baratas y rápidas que las vigentes en sus mercados nacionales, eludiendo así las restricciones sobre emisión que existían en sus países. Los inversores adquirirían un activo que les permitía escapar al pago de impuestos y al control de sus ganancias, quedando protegidos por el anonimato de unos títulos internacionales creados al portador.

La emisión de obligaciones experimentó un primer impulso a mediados de la década, pasando de 12.000 millones de dólares en 1974 a 34.000 millones en 1976, y después mantuvo un suave ritmo ascendente hasta situarse en torno a los 40.000 millones de dólares al concluir el decenio (cuadro 1.2). Esos títulos se componían en partes similares de euro-obligaciones y de obligaciones exteriores, además de pequeñas emisiones de bonos especiales. Considerando los títulos puestos en circulación durante la segunda mitad de los años setenta en el mercado internacional su valor total se aproximó a los 190.000 millones de dólares, de los cuales casi el 80% fueron emitidos por empresas y gobiernos pertenecientes a los países desarrollados.

Durante ese intervalo de tiempo, la emisión de euro-obligaciones se acercó a los 90.000 millones de dólares, que fueron creadas en más de un 85% por agentes públicos y privados de los países de la OCDE. Los seis emisores más importantes (Estados Unidos, Canadá, Japón, Francia, Gran Bretaña y Suecia) generaron casi la mitad del total. Por lo que respecta a las obligaciones exteriores, el valor de los títulos creados en ese intervalo de tiempo se aproximó a los 95.000 millones de dólares, de los que casi el 75% pertenecían a emisores de los países desarrollados, destacando Canadá (con cerca del 20%) y, a distancia, los Estados Unidos y Japón, con cuotas del 8% cada uno. Esas obligaciones exteriores se colocaron casi exclusivamente a través de cuatro países, figurando en primer término Suiza y Estados Unidos con el 38% y el 34% del total, y a continuación Japón y Alemania que recibieron el 13% y 12% de las emisiones (cuadro 1.2).

Cuadro 1.2
Mercado internacional de obligaciones: 1972-1980
 (miles de millones de dólares)

| | 1972 | 1973 | 1974 | 1975 | 1976 | 1977 | 1978 | 1979 | 1980 |
|---|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Total de obligaciones | 11,2 | 10,0 | 12,3 | 22,0 | 34,6 | 36,1 | 37,4 | 40,6 | 39,8 |
| Obligaciones internacionales | 6,9 | 4,2 | 3,4 | 8,7 | 14,7 | 18,7 | 15,0 | 18,7 | 20,3 |
| Obligaciones exteriores | 4,2 | 4,5 | 5,2 | 11,2 | 18,4 | 16,3 | 20,7 | 20,3 | 17,9 |
| Obligaciones especiales | - | 1,3 | 3,7 | 2,1 | 1,5 | 1,1 | 1,7 | 1,6 | 1,4 |
| <i>Distribución de los países emisores de las obligaciones internacionales</i> | | | | | | | | | |
| Países de la OCDE | 5,2 | 3,6 | 3,3 | 8,0 | 13,3 | 15,8 | 11,6 | 16,5 | 18,5 |
| Canadá | 0,3 | 0,2 | 0,1 | 0,9 | 3,1 | 1,9 | 0,8 | 1,4 | 1,4 |
| Estados Unidos | 2,0 | 0,8 | 0,1 | 0,3 | 0,4 | 1,3 | 1,3 | 2,9 | 4,4 |
| Japón | - | - | 0,2 | 1,1 | 1,1 | 1,2 | 1,5 | 1,4 | 1,8 |
| Francia | 0,2 | 0,1 | 0,2 | 1,2 | 1,3 | 1,1 | 0,8 | 1,3 | 1,7 |
| Países de la OPEP | 0,1 | 0,1 | - | - | 0,2 | 0,5 | 1,2 | 0,3 | 0,1 |
| Países no desarrollados | 0,4 | 0,4 | 0,1 | 0,2 | 0,9 | 2,1 | 1,8 | 1,5 | 1,0 |
| México | 0,1 | 0,1 | - | 0,1 | 0,3 | 0,8 | 0,3 | 0,2 | 0,3 |
| Brasil | 0,1 | - | - | - | 0,2 | 0,6 | 0,5 | 0,4 | 0,2 |
| Países de Europa del Este | 0,1 | - | - | 0,1 | 0,1 | 0,2 | - | - | - |
| Otros países | 0,3 | 0,1 | - | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,1 | 0,2 |
| Agencias Internacionales | 0,5 | - | - | - | 0,2 | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,5 |
| <i>Distribución de las monedas de emisión de las obligaciones internacionales</i> | | | | | | | | | |
| Dólar | 4,3 | 2,4 | 2,0 | 3,4 | 9,4 | 11,6 | 6,7 | 10,4 | 13,6 |
| Marco | 1,3 | 1,1 | 0,6 | 2,9 | 2,8 | 5,2 | 6,5 | 5,9 | 3,5 |
| Otras | 1,3 | 0,7 | 0,8 | 2,4 | 2,5 | 1,9 | 1,8 | 2,3 | 3,3 |
| <i>Distribución de los países emisores de obligaciones exteriores</i> | | | | | | | | | |
| Países de la OCDE | 2,3 | 3,0 | 3,8 | 8,5 | 14,0 | 11,2 | 14,9 | 15,5 | 13,8 |
| Canadá | 1,1 | 1,0 | 2,0 | 3,5 | 6,2 | 3,4 | 3,9 | 2,7 | 1,7 |
| Estados Unidos | 0,2 | 0,5 | 0,1 | 0,1 | - | 0,2 | 0,4 | 1,3 | 1,4 |
| Japón | - | - | 0,1 | 0,4 | 0,9 | 0,7 | 1,3 | 2,8 | 2,0 |
| Países de la OPEP | - | 0,1 | 0,1 | - | - | 0,3 | 0,7 | 0,1 | - |
| Países no desarrollados | 0,3 | 0,7 | 0,7 | 0,5 | 0,9 | 1,3 | 1,6 | 1,1 | 0,5 |
| Agencias Internacionales | 1,6 | 0,7 | 0,6 | 2,1 | 3,5 | 3,4 | 3,2 | 3,4 | 3,4 |
| <i>Distribución de los mercados en los que se colocan las obligaciones exteriores</i> | | | | | | | | | |
| Estados Unidos | 1,6 | 1,5 | 3,6 | 6,7 | 10,8 | 7,9 | 6,3 | 4,3 | 2,7 |
| Japón | 0,6 | 0,3 | - | 0,1 | 0,2 | 1,3 | 4,4 | 2,7 | 1,5 |
| Alemania | 0,6 | 0,4 | - | 0,4 | 1,2 | 1,4 | 1,4 | 2,7 | 5,0 |
| Suiza | 0,9 | 1,5 | 1,0 | 3,4 | 5,4 | 5,0 | 7,4 | 9,7 | 7,5 |
| Otros | 0,5 | 0,8 | 0,6 | 0,6 | 0,8 | 0,7 | 1,2 | 0,9 | 1,2 |

Fuente: OCDE, *Financial Market Trends*.

1.2.2. Presencia significativa de los países no desarrollados

De acuerdo con los datos anteriores, la participación de los países no desarrollados en el mercado internacional de títulos fue muy modesta puesto que (incluyendo a los países de la OPEP) sólo representó el 9% de las emisiones, junto con un porcentaje similar creado por los organismos internacionales que se ocupan de la ayuda al desarrollo, que así obtenían recursos financieros para llevar a cabo su labor. En el caso de las euro-obligaciones, entre 1976 y 1980 el valor de las emisiones a cargo de los países no desarrollados se acercó a los 7.500 millones de dólares (8% del total), de los cuales más de la mitad correspondieron a las emisiones efectuadas por dos países: México y Brasil. A dicha cifra habría que sumar los títulos creados desde los países petroleros por un valor de 2.300 millones de dólares, totalizando así el conjunto de los países no desarrollados una cuota cercana al 11% del mercado. En el caso de las obligaciones exteriores, con un valor de 6.500 millones de dólares, incluyendo ya a los miembros de la OPEP, la cuota de los países no desarrollados apenas era del 7%, observándose en este caso una mayor presencia las organizaciones internacionales (cuadro 1.2).

Sin embargo, la situación era muy diferente desde el punto de vista de los *eurocréditos* concedidos por los bancos en monedas distintas a las de los países en los que se localizaban el prestamista y el prestatario. En ese mercado, la presencia de los países no desarrollados fue muy relevante puesto que –incluyendo a los miembros de la OPEP– recibieron alrededor de la mitad del valor total de los préstamos concedidos durante la segunda mitad de los años setenta (cuadro 1.3).

En esos cinco años, la cuantía acumulada de eurocréditos se acercó a los 300.000 millones de dólares, habiendo experimentado una aceleración a partir de 1978, año en el que el flujo crediticio casi duplicó al registrado en el año precedente, debido al fuerte ascenso de la demanda procedente de América Latina y Asia, y también de algunos países de la OCDE. Durante ese quinquenio, los países desarrollados obtuvieron el 44% de los eurocréditos, destacando las empresas y el gobierno de Canadá que captaron casi el 6% del total; a continuación figuraban los prestatarios de Estados Unidos, España, Italia y Gran Bretaña, con cuotas del 3%-4% del total cada uno.

Sin considerar a los países de la OPEP, el segundo foco receptor estuvo formado por los países no desarrollados, que accedieron al 38% de los préstamos, con un valor acumulado que superó los 110.000 millones de dólares. Destacaban en particular los créditos obtenidos por México y Brasil, con cifras que superaban los 27.500 y 22.500 millones de dólares, respectivamente, y con cuotas del 9% y 8%, es decir, más elevadas que las registradas por cualquier país desarrollado. A distancia quedaban Filipinas y Corea del Sur, con cuotas del 2%-3%, de manera que los cuatro países citados absorbieron más de la quinta parte del volumen de créditos internacionales concedidos durante el periodo, equivalente a casi el 60% de los préstamos captados por el conjunto de los países no desarrollados. Otros prestatarios de menos calibre fueron Argentina, Chile, Hong Kong y Singapur.

Cuadro 1.3

Mercado internacional de préstamos: 1972-1980
(miles de millones de dólares)

| | 1972 | 1973 | 1974 | 1975 | 1976 | 1977 | 1978 | 1979 | 1980 |
|---|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Total de préstamos | 8,7 | 20,8 | 28,5 | 20,6 | 28,4 | 34,2 | 73,8 | 79,3 | 81,0 |
| <i>Distribución de los prestatarios</i> | | | | | | | | | |
| Países de la OCDE | 4,6 | 12,4 | 18,3 | 6,1 | 10,3 | 13,4 | 35,7 | 28,9 | 41,8 |
| Canadá | - | - | 0,1 | 0,1 | 0,9 | 0,5 | 9,6 | 0,8 | 6,2 |
| Estados Unidos | 0,1 | 1,0 | 1,4 | 0,6 | 0,6 | 0,8 | 3,0 | 3,3 | 7,0 |
| España | 0,3 | 0,5 | 1,1 | 1,0 | 2,1 | 1,9 | 2,2 | 3,7 | 4,6 |
| Italia | 0,9 | 4,7 | 2,4 | 0,1 | - | 0,7 | 2,9 | 3,6 | 6,5 |
| Gran Bretaña | 1,4 | 3,4 | 5,6 | 0,6 | 2,2 | 2,6 | 5,2 | 2,0 | 1,9 |
| Francia | 0,2 | 0,1 | 3,3 | 0,5 | 0,7 | 1,8 | 2,5 | 2,8 | 1,9 |
| Países de la OPEP | 1,2 | 2,8 | 0,9 | 3,2 | 3,6 | 6,1 | 10,2 | 8,8 | 7,0 |
| Venezuela | 0,3 | 0,1 | - | 0,2 | 1,1 | 1,7 | 1,8 | 2,9 | 2,9 |
| Países no desarrollados | 2,3 | 4,5 | 7,4 | 8,1 | 11,1 | 11,7 | 23,8 | 36,3 | 28,5 |
| México | 0,4 | 1,1 | 1,5 | 2,2 | 2,1 | 2,9 | 6,2 | 10,5 | 5,9 |
| Brasil | 0,6 | 0,8 | 1,6 | 2,1 | 3,3 | 2,3 | 5,2 | 6,4 | 5,3 |
| Corea del Sur | 0,1 | - | 0,3 | 0,3 | 1,0 | 0,8 | 1,7 | 2,6 | 2,0 |
| Países de Europa del Este | 0,3 | 0,6 | 0,9 | 2,4 | 2,2 | 2,7 | 3,8 | 4,9 | 2,7 |
| Otros países | 0,2 | 0,5 | 1,1 | 0,8 | 1,1 | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,4 |
| Agencias Internacionales | - | - | - | 0,1 | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,3 | 0,6 |

Fuente: OCDE, *Financial Market Trends*.

El otro grupo receptor estaba integrado por los países miembros de la OPEP, que recibieron más de 35.000 millones de dólares, equivalentes al 12% de los créditos internacionales. En ese grupo destacaba Venezuela (casi el 4% de los eurocréditos), seguida por Indonesia, Argelia y Libia. Es así que si se agrega este grupo al anterior, se aprecia que el conjunto de los países no desarrollados obtuvo el 50% de los préstamos internacionales concedidos durante la segunda mitad de los años setenta.

1.2.3. Supremacía del dólar

El funcionamiento de los tipos de cambio flotantes dejaba abierta la posibilidad para que cualquier moneda fuerte –individualmente o agrupándose varias de ellas– pudiera jugar una función relevante como referente monetario de cuenta, de reserva y de pago a escala internacional. Sin embargo, el nuevo contexto monetario mantuvo la indiscutible supremacía de la moneda estadounidense, a pesar de que experimentó una continua desvalorización a lo largo de la década (figura 1.1). Según el

FMI (*Estadísticas Financieras Internacionales*), entre 1972 y 1980, el dólar perdió más de un 46% de su valor con respecto al marco alemán, alterando su relación 3,19:1 por otra de 1,82:1 (DM/\$), mientras que con el yen redujo su valor en un 25%, desde una relación 303:1 a otra de 226:1 (Y/\$). Así ocurrió pese a que los bancos centrales de Alemania y Japón reiteraron sus intervenciones en el mercado de divisas tratando de detener la caída del dólar para evitar con ello la pérdida de la capacidad exportadora de sus economías; lo mismo hicieron algunos bancos europeos, colaborando en el sostenimiento de la divisa estadounidense para evitar que su caída supusiera una desvalorización de sus activos denominados en dólares.

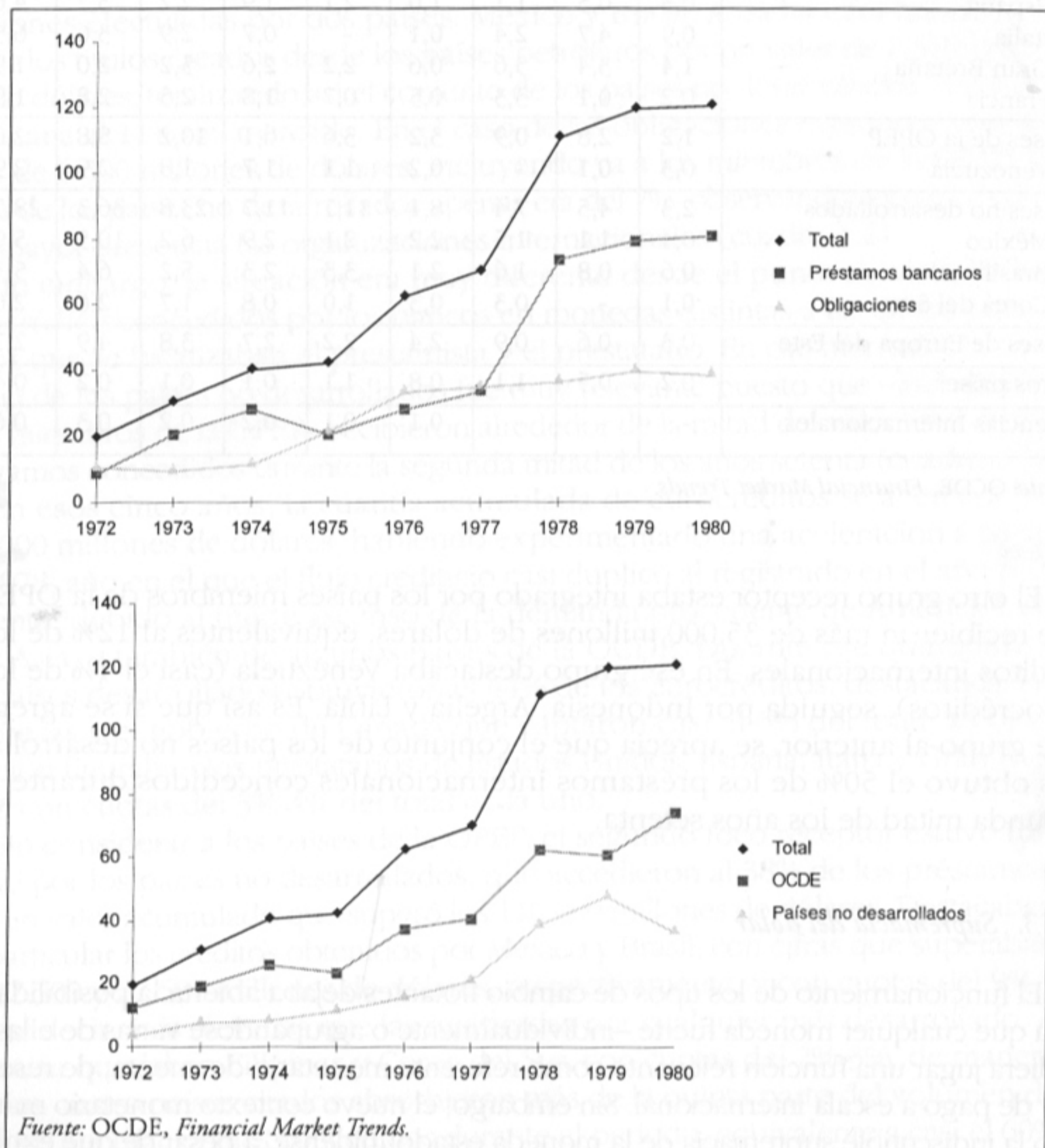


Figura 1.1. Mercados internacionales de capital: 1972-1980 (miles de millones de dólares).

Conscientes de las ventajas que reportaba a su economía el hecho de que el dólar siguiera siendo la principal moneda internacional, los dirigentes políticos norteamericanos se negaron a aceptar que el oro y los DEG, Derechos Especiales de Giro (emitidos por el FMI), pudieran ejercer una función alternativa que oscureciese el papel estelar de su moneda en las relaciones monetarias y financieras internacionales. Por ese motivo, los DEG siguieron teniendo un uso reducido, como mera unidad de cuenta (del propio FMI y de los bancos centrales) y como referente para la suscripción de ciertos créditos otorgados por esa institución.

Únicamente cabe destacar el intento realizado en 1972 por varios países europeos creando una "serpiente monetaria" que pretendía servir para estabilizar la evolución de sus monedas dentro de una banda de fluctuación estrecha. Ello hubiera supuesto la aparición de un referente monetario que guiase el comportamiento de un numeroso grupo de países en el continente y en otras regiones de su influencia. Sin embargo, esa propuesta fracasó en el curso de los años posteriores, siendo retomada a finales de la década con la creación del denominado "sistema monetario europeo" con idéntico propósito estabilizador, según se explica en E. Ontiveros (1991) y J. Pérez-Campanero (1990).

De hecho, el dólar seguía utilizándose como medio de facturación en la mitad del comercio internacional, comprendiendo a la casi totalidad de los intercambios de materias primas y al conjunto del comercio exterior desarrollado en el continente americano, además de proporciones significativas del comercio de otros países de Europa, Asia y Oceanía. Constituía también la principal unidad de reserva, ya que cubría alrededor del 60% de los activos que mantenían los bancos centrales a escala mundial. En el ámbito financiero internacional, más del 70% de los eurocréditos se denominaban en dólares, lo mismo que el 60% de las euro-obligaciones.

Así pues, a pesar de que su cotización se mostraba inestable y declinante y de que el sector exterior de la economía estadounidense mostraba claros síntomas de debilidad a través de su balanza por cuenta corriente, el orden monetario internacional asumió un esquema de funcionamiento basado en un sucedáneo del patrón-dólar. Cuestión ésta que seguía aportando una evidente ventaja para la economía norteamericana en la medida en que sus autoridades quedaban eximidas de la necesidad de adoptar medidas correctoras frente a sus desequilibrios exteriores. De ese modo, a través de los déficit externos, la economía de los Estados Unidos seguía bombeando hacia el resto del mundo una parte de su exceso de liquidez monetaria, amortiguando así las tensiones inflacionistas en su interior.

1.2.4. *Nuevos agentes, instrumentos y operaciones financieras*

El cambio de estrategia de las grandes corporaciones transnacionales dedicadas a la producción industrial y a la distribución comercial dio lugar a que

sus departamentos financieros comenzasen a efectuar operaciones de crédito, títulos y divisas dejando al margen su anterior vínculo con las instituciones bancarias, que eran las que hasta entonces habían intermediado en una gran parte de sus operaciones internacionales. La misma desintermediación se produjo cuando los gobiernos decidieron gestionar directamente su acceso a los préstamos en los mercados exteriores.

Al abrigo de las oportunidades abiertas en los mercados internacionales se crearon múltiples empresas que fueron tomando posiciones como intermediarios (*brokers*) que recibían comisiones por su gestión, o bien como operadores de compra y venta (*market makers*) con la intención de obtener ganancias propias a través de su intervención en los mercados de divisas y de ciertas materias primas, mostrándose generalmente dispuestos a elevar el riesgo de sus operaciones ante la expectativa de mayores beneficios. No obstante, a pesar de la citada desintermediación y de la aparición de nuevos competidores, los bancos siguieron ocupando una posición fundamental en la estructura financiera internacional, puesto que eran los grandes prestamistas de eurocréditos y los principales operadores en el intercambio de divisas, que seguía siendo un mercado básicamente interbancario. Además crearon nuevos servicios financieros para la colocación de emisiones de títulos en el exterior.

Surgieron también en aquellos años nuevos instrumentos y nuevos tipos de actividades financieras. En el ámbito de los eurocréditos, para superar la rigidez que se derivaba de la necesidad de respetar los plazos de vencimiento de los depósitos en eurodivisas, los bancos comenzaron a proporcionar a sus principales depositantes la posibilidad de disponer de un mayor grado de liquidez mediante la puesta en circulación de Certificados de Depósitos Negociables. Se trataba de instrumentos bancarios emitidos como recibo por los depósitos a plazo, de modo que quienes poseían esos certificados podían negociarlos en un mercado secundario para obtener liquidez en el momento en que lo precisaran.

En el ámbito de las obligaciones internacionales, primero en los Estados Unidos y después en otros países, hicieron su aparición las obligaciones con tipos variables, creándose unos títulos que pretendían una mejor adecuación a las variaciones de los tipos de interés y al funcionamiento de las tasas de cambio flotantes. También comenzaron a circular los primeros instrumentos "titulizados" (*securities*), siguiendo la experiencia estadounidense de las emisiones de papel comercial, que consistía en la creación por parte de las empresas de diversas modalidades de títulos a corto plazo para lograr una financiación a medio y largo plazo con los menores costes posibles.

Desde la perspectiva de los inversores el atractivo de los nuevos activos puestos en circulación era triple. Unas veces consistía en la alta rentabilidad ofrecida por las obligaciones frente a otras alternativas. Otras veces era la cobertura que presentaban ante la incertidumbre que presidía el comportamiento de la inflación, los tipos de interés y las tasas de cambio. Otras veces el atractivo

residía en la posibilidad de eludir el control fiscal de los gobiernos y otros controles nacionales sobre las ganancias y sobre los movimientos financieros.

Por otra parte, en 1972 la bolsa de mercancías de Chicago abrió la primera bolsa de futuros en divisas, en la que los compradores de productos básicos podían suscribir paralelamente un instrumento de cobertura frente al riesgo de que la tasa de cambio de la moneda en la que habían suscrito su contrato experimentase variaciones desfavorables. Se firmaban así contratos para intercambiar divisas en los que se acordaba la entrega futura de una cantidad de moneda extranjera en fechas, precios y lugares previamente determinados; a su vez, esos contratos podían ser negociadas en bolsa antes de su vencimiento. Años después, entre 1975 y 1977, el International Monetary Market, dependiente de la bolsa de Chicago, comenzó a negociar contratos de futuros sobre variaciones de tipos de interés asociados a los certificados hipotecarios del gobierno norteamericano, y más tarde fue incorporando los tipos de interés de los pagarés y de los bonos del Tesoro. En 1980 surgió la New York Futures Exchange, dependiente de Wall Street.

En dicho año, según el Banco de Pagos Internacionales (*Annual Report*), los mercados de futuros alcanzaron un valor de 80.000 millones de dólares, destacando los futuros de tipos de interés sobre los bonos (36.000 millones) y sobre las acciones (43.000 millones), junto con una pequeña cantidad de futuros sobre monedas (2.200 millones). No obstante, la irrupción fulgurante de esos mercados de futuros no llegaría hasta los años posteriores, completándose con el funcionamiento de los mercados de opciones a partir de mediados de los años ochenta.

1.2.5. *Interrelación de mercados y reproducción de la incertidumbre*

Las grandes operaciones comerciales desarrolladas en los principales mercados de materias primas como el de crudos de petróleo, algunos productos agrarios negociados en la bolsa de Chicago y ciertos metales negociados en la bolsa de Londres, comenzaron a efectuarse bajo modalidades conectadas por los mercados de crédito y de divisas. Igualmente, las estrategias productivas de las grandes empresas quedaron cada vez más vinculadas con la realización de operaciones financieras a escala internacional. Las divisas se convirtieron en importantes activos financieros, mientras que los diferenciales entre los tipos de interés y las tasas de cambio de cada país pasaron a ser una referencia permanente para las empresas que realizaban actividades de comercio exterior. Los inversores tradicionales, los nuevos agentes financieros, los bancos y las corporaciones transnacionales, todos ellos fueron diversificando sus carteras y sus vínculos financieros.

En suma, el comportamiento de los mercados financieros internacionales comenzó a tener una importancia creciente en la dinámica productiva y comer-

cial de las economías desarrolladas y, por extensión, en el conjunto de la economía mundial. El anterior funcionamiento compartimentado entre unos y otros mercados comenzaba a difuminarse en una auténtica *melée financiera*. El aumento del nivel de liquidez monetaria internacional era cada vez más evidente, ampliando las oportunidades para colocar y para obtener recursos financieros en los mercados exteriores. Las transacciones se realizaban cada vez con mayor velocidad, más flexibilidad y menores costes.

Al mismo tiempo, la inestabilidad de los movimientos financieros se convertía en un fenómeno indeseable para los gobiernos y las empresas que pretendían disponer de un horizonte predecible. Esa inestabilidad estaba alimentada, en primer término, por una realidad económica cada vez más deteriorada. Los indicadores macroeconómicos reflejaban una situación de estancamiento productivo, que estaba acompañado por fuertes desequilibrios monetarios internos y externos y por un sensible descenso de las tasas de rentabilidad de las empresas. Las políticas económicas que aplicaban los gobiernos adolecían de falta de coherencia y no eran capaces de corregir esos desequilibrios.

En la encrucijada económica de la segunda mitad de los años setenta se reproducían las dudas sobre el acontecer más o menos inmediato de las tasas de cambio de las monedas, de los tipos de interés de los préstamos y de las cotizaciones de los títulos emitidos. En ese clima, muchos inversores, grandes y pequeños, aspiraban a ampliar su margen de beneficios. De esa manera, las expectativas de expansión de los mercados financieros y los intereses específicos de los agentes que en ellos participaban tendían a reforzar los signos de incertidumbre, convirtiendo a ésta en una característica sustancial del marco financiero y económico internacional.

1.2.6. *Ociosidad de funciones del Fondo Monetario Internacional*

El FMI fue creado en 1944 para controlar el cumplimiento de las normas acordadas en Bretton Woods, destinadas a garantizar una estricta estabilidad cambiaria. En consecuencia, la modificación radical de las coordenadas monetarias internacionales a partir del funcionamiento de tasas de cambio flotantes hacía innecesaria la existencia de esa institución, puesto que ya no existían normas monetarias que cumplir. Incluso la función financiera otorgada al FMI en su origen, como prestamista de países con dificultades monetarias, había sido establecida como una misión complementaria para ayudar a la estabilización cambiaria de las monedas, de forma que dicha función también había quedado superada por los acontecimientos, toda vez que eran los mercados financieros los que otorgaban préstamos a los países que se encontraban en esa circunstancia.

Una vez que fracasaron los intentos de reorganizar el orden monetario internacional bajo nuevas formas de cooperación, en la segunda mitad de los años

setenta el FMI quedó convertido en una institución sin atributos específicos que cumplir. No obstante, se trataba de un organismo cuyo monumental aparato administrativo no parecía dispuesto a desaparecer, mostrándose deseoso de encontrar alguna justificación que apuntalase su existencia e incluso fortaleciese su autoridad internacional. Tras varios años de *impasse* en su actividad, la oportunidad de justificar su continuidad institucional y de acrecentar su presencia monetario-financiera surgió en 1982, tras el estallido de la crisis de la deuda externa que se analiza en el próximo capítulo.

CONSOLIDACIÓN DEL PROCESO DE INTERNACIONALIZACIÓN FINANCIERA

Iniciada la década de los ochenta seguían presentes los factores que habían operado en el inicio del proceso de internacionalización financiera durante la década anterior. El marco de las relaciones monetarias internacionales estaba presidido por el funcionamiento de tasas de cambio flotantes. Después del segundo *shock* petrolero se produjo un nuevo trasvase masivo de dólares desde los países exportadores de petróleo hacia los mercados financieros internacionales; dicho trasvase tuvo una menor duración que el anterior, apenas tres años, pero fue de mayor magnitud en la cuantía de los petrodólares reciclados hacia los países occidentales. Los mercados de materias primas, en particular el de crudos de petróleo, siguieron experimentando sucesivas convulsiones hasta mediados de la década, acentuándose su desorganización. Las corporaciones transnacionales siguieron aprovechando la posición que tenían en la economía mundial para intensificar su participación ventajosa en los mercados financieros internacionales. Los déficits de los gobiernos occidentales crecieron aún más y, con ello, se incrementó la necesidad de obtener recursos externos para financiarlos.

Simultáneamente a la acción de los factores citados, otros nuevos elementos impulsaron el proceso de internacionalización financiera. La política monetaria iniciada por la Reserva Federal norteamericana en 1979 y extendida posteriormente a otros países europeos y latinoamericanos, supuso un considerable impulso para la expansión de los capitales financieros. Los fuertes desajustes cambiarios y los desequilibrios entre las balanzas por cuenta corriente de los principales países desarrollados modificaron las bases del escenario financiero internacional. La crisis de la deuda externa de un grupo importante de países no desarrollados aportó nuevas modificaciones en dicho escenario. La liberalización de las actividades financieras se convirtió en un lubricante fundamental para el desarrollo de aquel engranaje financiero. La aplicación de los avances tecnológicos al funcionamiento de los mercados financieros aportó aspectos que resultaron decisivos para que se llevase a cabo la mundialización de las relaciones financieras.

Crecimiento económico en los años ochenta y noventa

El contexto económico de los años ochenta y noventa se ha caracterizado por un crecimiento bajo e inestable. Considerando la evolución de los siete países más desarrollados durante el periodo de 1980 a 1996, el crecimiento del producto interior bruto registró una tasa media del 2,3% anual. Si se exceptúa el caso de Japón, cuyo PIB bruto creció a una media del 4% anual entre 1980 y 1991, los demás países sufrieron sendos intervalos depresivos al comienzo de cada una de las dos décadas, mostrando diferencias entre ellos en cuanto a la periodicidad de sus ciclos cortos (cuadro 2.1).

El crecimiento medio del PIB en los siete países más desarrollados fue inferior al 1% entre 1980 y 1982, siendo más dura la fase depresiva para las economías anglosajonas, con tasas medias anuales negativas en los Estados Unidos (-0,3%), Gran Bretaña (-1,8%) y Canadá (-0,6%). Las economías europeas continentales obtuvieron tasas positivas pero ciertamente reducidas y su recesión se prolongó hasta 1983: Alemania (0,4%), Italia (1,4%) y Francia (1,5%).

La posterior reactivación del crecimiento se prolongó hasta 1989 en las economías anglosajonas, manteniéndose un año más en las economías europeas e incluso dos en Alemania. En esos intervalos, el crecimiento medio del PIB alcanzó el 4% anual en Canadá y Alemania, superó el 3,5% en los Estados Unidos y Gran Bretaña y no llegó el 3% en Francia e Italia.

La nueva fase recesiva transcurrió entre 1990 y 1993, dando lugar a que el PIB de varias economías registrase un decrecimiento en su valor absoluto, como sucedió en los Estados Unidos, Canadá, Gran Bretaña, Alemania, mientras que en otras la situación fue de práctico estancamiento (Italia y Francia), sumándose ahora también la economía de Japón que registró un incremento medio inferior al 1% anual entre 1992 y 1995.

Finalmente, en los últimos años se ha generado una nueva reactivación que ha permitido alcanzar tasas medias de crecimiento del PIB cercanas al 2,5% en los países anglosajones entre 1992 y 1996 y alrededor del 2% en las economías europeas entre 1994 y 1996.

Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales.

2.1. Política monetaria de los Estados Unidos

En los prolegómenos de un año electoral, con James Carter todavía en la Casa Blanca, la autoridad monetaria decidió afrontar la corrección de las tensiones inflacionistas (en presencia de un aumento del IPC superior al 11%) mediante la aplicación de una política monetaria severamente restrictiva. Bajo la dirección de Paul Volcker, la Reserva Federal impuso una férrea disciplina

ortodoxa que estaba guiada por el convencimiento de que la contención de los precios tenía que abordarse a través de un control estricto de la oferta monetaria, lo cual suponía en primer término una fuerte alza de los tipos de interés. Al respecto, es interesante la descripción que realiza Paul Krugman (1994) sobre el clima económico y social de los Estados Unidos cuando se produjo aquel viraje de la política económica.

Cuadro 2.1

Crecimiento del producto interior bruto de los principales países desarrollados: 1980-1996
(tasas de variación anual)

| | EEUU | Canadá | G. Bretaña | Alemania | Francia | Italia | Japón | Σ Siete |
|------|------|--------|------------|----------|---------|--------|-------|---------|
| 1980 | -0,5 | 1,5 | -2,2 | 1,0 | 1,6 | 3,5 | 3,6 | 1,5 |
| 1981 | 1,8 | 3,7 | -1,3 | 0,1 | 1,2 | 0,5 | 3,6 | 1,4 |
| 1982 | -2,2 | -3,2 | 1,7 | -1,0 | 2,5 | 0,5 | 3,2 | -0,3 |
| 1983 | 3,9 | 3,2 | 3,7 | 1,7 | 0,7 | 1,2 | 2,7 | 2,8 |
| 1984 | 6,2 | 6,3 | 2,3 | 2,8 | 1,3 | 2,6 | 4,3 | 4,5 |
| 1985 | 3,2 | 4,8 | 3,8 | 2,3 | 1,9 | 2,8 | 5,0 | 3,3 |
| 1986 | 2,9 | 3,3 | 4,3 | 2,3 | 2,5 | 2,8 | 2,6 | 2,8 |
| 1987 | 3,1 | 4,3 | 4,8 | 1,4 | 2,3 | 3,1 | 4,1 | 3,2 |
| 1988 | 3,9 | 4,9 | 5,0 | 3,6 | 4,5 | 3,9 | 6,2 | 4,3 |
| 1989 | 2,5 | 2,4 | 2,2 | 3,7 | 4,3 | 2,9 | 4,7 | 3,2 |
| 1990 | 0,8 | -0,2 | 0,4 | 5,7 | 2,5 | 2,2 | 4,8 | 2,1 |
| 1991 | -1,0 | -1,8 | -2,0 | 13,2 | 0,8 | 1,1 | 3,8 | 1,1 |
| 1992 | 2,7 | 0,8 | -0,5 | 2,2 | 1,2 | 0,6 | 1,0 | 1,7 |
| 1993 | 2,2 | 2,2 | 2,1 | -1,2 | -1,3 | -1,2 | 0,3 | 1,0 |
| 1994 | 3,5 | 4,1 | 4,3 | 2,9 | 2,8 | 2,2 | 0,6 | 2,9 |
| 1995 | 2,0 | 2,3 | 2,0 | 1,9 | 2,1 | 2,9 | 1,4 | 2,1 |
| 1996 | 2,4 | 1,5 | 2,1 | 1,3 | 1,5 | 0,7 | 3,6 | 2,3 |

Fuente: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*.

En apenas unos meses, el tipo de descuento de la Reserva Federal pasó del 7,5% al 10,3% y siguió aumentando hasta el 14% a comienzos de 1981 (véase el cuadro 2.2 de la página 54). El tipo aplicado en los fondos federales se elevó desde el 7,9% al 16,4%, mientras que las letras del Tesoro a corto plazo lo hicieron desde el 7% hasta el 14% y el *prime rate* aplicado por los bancos pasó del 9% a casi el 19% entre el segundo semestre de 1979 y 1981.

En apariencia, ese endurecimiento monetario se moderó en los años siguientes, puesto que los tipos de interés nominales tendieron a reducirse; sin embargo, si se considera la evolución de los tipos de interés reales se aprecia con claridad que no fue así, de manera que la dureza monetaria se mantuvo durante los años siguientes. En efecto, si a los tipos nominales se les descuenta el incremento de los precios registrado en cada año (utilizando el deflactor del PIB),

se pone de manifiesto que los tipos de interés reales siguieron siendo elevados hasta mediados de la década y aún fueron *duros* hasta finales de la misma. La tasa de descuento real que aplica la Reserva Federal fue del 4% hasta 1984 y del 3% hasta 1988. Los tipos reales de las letras del Tesoro a corto plazo fueron positivos en 4-5 puntos hasta 1985 y después se situaron por encima de los 3 puntos hasta 1989. El tipo del mercado monetario interbancario se mantuvo en el 5%-6% hasta 1985 y entre el 3,5% y el 5% hasta 1990. Más aún, los préstamos bancarios registraron tipos reales por encima de los 5 puntos durante todo el decenio y, después de bajar algo a comienzos de los años noventa, volvieron a elevarse a 5-6 puntos entre en 1994 y 1996 (cuadro 2.3).

Esa posición restrictiva en materia monetaria fue uno de los pilares decisivos de la política económica que llevaron a cabo las administraciones republicanas de Ronald Reagan y George Bush que presidieron los Estados Unidos desde 1981 hasta 1992. Los otros dos pilares básicos de aquella política económica fueron las medidas fiscales y la actitud liberalizadora, que aparecen más adelante a lo largo del capítulo. La prolongada duración de la gestión republicana promovió cambios fundamentales en la estructura económica estadounidense y conmovió profundamente las bases de su sistema financiero interno y de sus relaciones financieras exteriores.

2.1.1. *Modificaciones financieras internas*

La política económica de los gobiernos republicanos convirtió la economía estadounidense en un auténtico “hervidero financiero” en el que participaron vivazmente todos los agentes económicos: gobierno, empresas productivas, bancos comerciales, establecimientos financieros, inversores institucionales y segmentos importantes de las capas medias y altas de la población. Esa eferescencia dio lugar a una fuerte expansión del mercado financiero interno cuyos activos multiplicaron su valor casi por 3,5 en el intervalo de 1980 a 1994, hasta alcanzar los 4,4 billones de dólares, según la Oficina del Censo del Departamento de Comercio (*Statistical Abstract*) y el Consejo de Asesores Económicos del Presidente (*Economic Report of the President*), que son las fuentes que proporcionan los datos utilizados en este apartado.

- a) El gobierno federal convirtió la necesidad de financiar su creciente déficit presupuestario en una de los principales motores de aquel hervidero financiero. El monto de la deuda federal se elevó de modo fulminante desde 0,8 billones de dólares en 1980 a 1,8 billones en 1985, prosiguiendo a ritmo meteórico hasta acercarse a los 5 billones en 1995. La defensa a ultranza de la ortodoxia monetaria no fue óbice para que la Administración Reagan emprendiese un exagerado programa de gastos militares que amplió con rapidez la brecha del déficit fiscal. Para financiarlo, el gobierno tuvo que

ofrecer unos altos rendimientos a través de sucesivas emisiones de letras y bonos del Tesoro, que se convirtieron en un atractivo reclamo para los inversores nacionales e internacionales, detentando estos últimos alrededor de la quinta parte de la deuda puesta en circulación durante el periodo.

- b) Las empresas encontraron numerosos estímulos para ampliar sus emisiones de títulos, tanto en formatos tradicionales como en nuevas modalidades de obligaciones y facilidades de crédito titulizadas. Contaron para ello con la indulgencia de la presión fiscal y con la extrema liberalización de las prácticas financieras promovidas desde el gobierno. El descenso de la fiscalidad sobre los beneficios queda patente a través del sensible incremento de la relación entre los beneficios después de impuestos y los beneficios brutos, que aumentó desde el 52% en 1980 hasta el 66% en 1985, manteniéndose desde entonces en torno al 60%-65%.

Una parte creciente de los beneficios disponibles no se reinvertían, sino que se distribuía como beneficios entre los propietarios, contribuyendo con ello a fomentar la persistente revalorización del mercado de acciones. A lo largo de los años ochenta, los dividendos repartidos elevaron su participación en el total de beneficios (después de impuestos) desde el 40% hasta el 60%, superando el 70% en algunos años. Paralelamente, el mercado de acciones entró en una dinámica alcista que reflejan los principales índices bursátiles. El *Dow Jones*, que se calcula sobre 30 grandes valores industriales, pasó de 891 puntos en 1980 a 2.276 en 1987, prosiguiendo –después del breve *impasse* impuesto por el *crash* de octubre de dicho año– hasta acercarse a los 4.500 puntos en 1995. El índice compuesto *Standard & Poor's* (que considera 500 valores y se calcula con base 100 en 1941-1943) creció en esos mismos intervalos desde 119 a 286 y a 542, mientras que el índice compuesto de la bolsa de Nueva York (200 valores y base 50 en 1965) pasó de 68 a 162 y a 291.

En aquel clima de euforia financiera, a pesar del aumento de los beneficios y del apogeo de los mercados financieros, sólo algunos núcleos reducidos del tejido industrial efectuaron grandes programas de inversiones y de renovación tecnológica con el fin de aumentar sus capacidades productivas. Por el contrario, la estrategia que llevó a cabo la mayoría de las empresas no supuso una ampliación notable de las inversiones en equipos y estructuras, de forma que buena parte de las operaciones financieras realizadas en la bolsa y en otros mercados no estuvo destinada a la capitalización real de su base productiva, sino a la revalorización de los títulos ya existentes. Las grandes operaciones de fusión y/o absorción de empresas industriales o comerciales, que se multiplicaron por doquier en los años ochenta, tuvieron un contenido más financiero que productivo, efectuándose a través de laberínticas modalidades financieras que con demasiada frecuencia no implicaban una aportación efectiva de mayores recursos disponibles para la producción.

c) Las instituciones financieras no bancarias cobraron un notable protagonismo en la escena financiera norteamericana. No se trataba tanto de los establecimientos tradicionales, como las *Saving & Loans* y las Uniones de Crédito, sino de la pléyade de bancos de inversión, sociedades financieras, sociedades hipotecarias, compañías de seguro de múltiples tipos y otros intermediarios e inversores institucionales entre los que destacaban los fondos de pensiones y los fondos mutuales. Entre 1980 y 1994 el valor de los activos financieros detentados por ese entramado financiero no bancario elevó en ocho puntos su cuota en el conjunto de los activos financieros estadounidenses, pasando a controlar casi el 30% del total. Su presencia fue adquiriendo una notoria relevancia en los principales mercados, desde la compra de títulos de deuda pública (alrededor del 40%), acciones –cotizables o no en bolsa–, obligaciones y otras facilidades emitidas por las empresas, hasta su participación en el mercado inmobiliario, los mercados de futuros y opciones, sin excluir el mercado de préstamos en el que pasaron a competir con las entidades tradicionales de depósito.

Entre esas instituciones, tiene una relevancia particular la posición financiera alcanzada por los fondos de pensiones (públicos y privados), que han elevado su activo desde menos de 0,9 billones de dólares en 1980 hasta 4,7 billones en 1994, y por los fondos mutuales, que han incrementado su activo desde menos de 0,6 billones hasta 5,4 billones. Así pues, instituciones cuyo contenido inicial tiene un carácter protector, que en buena medida sustituye la ausencia de coberturas sociales suficientes por parte de los poderes públicos, han desplegado un sesgo cada vez más financiero en su actividad, convirtiéndose en potentes organizaciones que disponen de una gran capacidad de intervención en los mercados bursátiles y de obligaciones. Según los datos de la Oficina del Censo (*Statistical Abstract*), en 1994 los activos de los fondos de pensiones estaban invertidos principalmente en ambos mercados: 47% en acciones de empresas nacionales, 10% en acciones internacionales, 30% en obligaciones nacionales y 2% en obligaciones internacionales; mientras que el resto se componía de inversiones inmobiliarias (5%) y de liquidez (6%).

d) Los bancos comerciales se vieron afectados por diversos contratiempos. De un lado, los poderes públicos y las grandes empresas estrecharon su conexión directa con los mercados financieros domésticos e internacionales, dejando al margen la intermediación bancaria. De otro lado, tuvieron que soportar una competencia cada vez más intensa a cargo de las empresas financieras no bancarias y también de algunos bancos extranjeros. Recibieron, además, el impacto de la crisis de la deuda externa de los países latinoamericanos, cuyos principales acreedores eran los grandes bancos de los Estados Unidos, como se muestra en el cuarto apartado del capítulo.

Como consecuencia de todo ello, durante la segunda mitad de los años ochenta y los primeros noventa se produjo una gran crisis bancaria

que provocó la desaparición de más de mil bancos comerciales (amén de la crisis conexas, pero distinta, de las *Saving & Loans*) y la aparición de grandes dificultades financieras en los principales bancos del país: Citibank, Chase Manhattan, Manufacturers Hanover, J. P. Morgan Guaranty y otros. El debilitamiento de la posición de los bancos en el sistema financiero se pone de manifiesto en el hecho de que entre 1980 y 1994 el valor de los activos bancarios redujese su participación relativa en el total de activos del sector financiero desde el 60% hasta el 35%, y también en el notable retroceso de la presencia de los bancos en lo que siempre había sido su actividad fundamental: la concesión de préstamos. Su cuota disminuyó tanto en los préstamos a empresas (del 40% al 33%) y en los préstamos hipotecarios (del 75% al 40%), como en los préstamos individuales y al consumo (del 70% al 55%), según los datos de la Oficina del Censo (*Statistical Abstract*).

La superación de la crisis bancaria se produjo con la aportación de grandes volúmenes de recursos financieros federales, así como con la creación de una nueva red institucional para garantizar el control federal con el fin de evitar la repetición de situaciones similares. Ambas medidas –de carácter regulador– resultaron fundamentales para la recuperación de la actividad bancaria y estuvieron acompañadas de otras medidas de signo liberalizador, que eran reclamadas por los bancos para afrontar en condiciones favorables las exigencias que comporta la competencia interna y exterior. Con esa misma finalidad, los bancos tuvieron que acometer amplios programas de recapitalización y de reestructuración organizativa, a la vez que intensificaron la concentración empresarial mediante grandes operaciones de fusión/absorción y ampliaron su proyección externa hacia los mercados internacionales, según exponen F. Marion (1996) y T. Lambert (1997). Merced a esa proyección, en 1994 los negocios financieros en el exterior representaban más del 30% de la actividad del Chase Manhattan Bank y del Chemical Bank y se acercaban al 50% en los casos de Bankers Trust, Citibank y J. P. Morgan.

e) El sector doméstico también se zambulló decididamente en esa estructura financiera, tratándose principalmente de los individuos y familias con rentas medias y altas. A ese respecto hay que considerar la exagerada polarización de la distribución del ingreso que existe en los Estados Unidos, merced a la cual los segmentos sociales que representan al 20% de la población concentran más del 46% del ingreso total, según el Consejo de Asesores Económicos del Presidente (*Economic Report of the President*).

Incluyendo a las instituciones sin propósito de lucro, el sector doméstico ostentaba a mediados de los años noventa alrededor del 40% de los activos financieros de la economía. Tratando de cubrirse frente a la merma de capacidad adquisitiva que provocaban los altos niveles de inflación registrados a comienzos de los años ochenta, las familias fueron desplazando

sus recursos desde los depósitos y otros instrumentos de ahorro hacia activos financieros que ofrecieran una mayor rentabilidad. La efervescencia de los mercados bursátiles, en torno a las emisiones de acciones y obligaciones, atrajo a una proporción creciente de ese ahorro doméstico.

Por otra parte, el escaso grado de protección social que prestan los poderes públicos federales y estatales da lugar a que amplios segmentos de la población tengan que colocar una parte significativa de su ahorro en fondos de pensiones y compañías aseguradoras para cubrirse ante eventuales riesgos domésticos o de cara a la futura vejez, quedando reforzado ese mecanismo a través de la política fiscal que ofrece importantes desgravaciones a los recursos colocados en dichos fondos. A mediados de los años noventa, la composición de los activos financieros de los hogares revelaba que casi una tercera parte se componía de acciones de empresas, una proporción ligeramente inferior estaba colocada en fondos de pensiones, otra quinta parte en depósitos de ahorro y la cuarta parte restante en otros activos relacionados con líneas de crédito titulizadas y otros valores.

2.1.2. *Modificaciones estructurales en la economía*

El sesgo monetario de la política económica, junto con las reformas fiscales, la expansión financiera descrita y las medidas de desregulación promovidas, ocasionaron una insólita mutación en la estructura económica del país. Pretendiendo señalar únicamente las principales alteraciones producidas en las características fundamentales de la economía norteamericana, siguiendo la bibliografía seleccionada al final del capítulo, cabe destacar las siguientes.

Desde el punto de vista de los sectores productivos ha tenido lugar un notable acentuamiento del grado de terciarización de la actividad económica. El sector servicios suponía en torno al 66% del PIB en los años setenta y posteriormente ha elevado su aportación hasta el 75% del *output* de la economía. Dentro de ese sector, crece considerablemente la presencia del sistema financiero, generando más del 18% del producto interior bruto, porcentaje éste que supera al que representa la producción manufacturera.

Desde la perspectiva de la demanda agregada, ha tenido lugar un aumento de la participación del consumo privado desde el 61%-63% del PIB en los años setenta hasta el 68%-69% en las décadas posteriores. Por contra, se ha debilitado la inversión, de modo que su tasa con respecto al PIB se ha reducido en más de tres puntos hasta situarse en el 16%-17%. Se aprecia, además, un serio debilitamiento de las inversiones públicas en infraestructuras y una desviación creciente hacia el sector financiero de los recursos invertidos, que han aumentado en casi ocho puntos su participación en la inversión total hasta significar cerca del 40% de la misma.

Igualmente, se ha debilitado la capacidad de ahorro de la economía, cuya tasa con respecto al PIB ha caído en unos cuatro puntos hasta el 14%-15%. Ese retroceso se ha debido tanto al desahorro generado por el déficit público, que ha venido representando el 2%-3% del PIB, como al descenso del ahorro doméstico que ha disminuido desde más del 6% hasta el 3%-4%.

El ritmo de crecimiento de la productividad del trabajo se ha desacelerado gravemente, de forma que su tasa media entre 1979 y 1996 ha sido inferior al 1% anual. Esta ralentización del crecimiento es la causa fundamental de que la renta real per cápita de la población estadounidense apenas haya crecido un 0,2% anual entre 1973 y 1995.

Al mismo tiempo, se ha producido un fuerte desvertebramiento de la estructura industrial, acentuándose el diferencial tecnológico y productivo que existe entre, de un lado, las empresas y líneas de producción más avanzadas y, de otro lado, el grueso de la industria, constatándose una capacidad de arrastre cada vez menor de aquéllas sobre éste. No menos grave es la desestructuración que padece el mercado de trabajo, con una vasta proliferación de empleos que requieren una escasa cualificación y obtienen contratos en malas condiciones laborales, tanto por su corto periodo de duración como por su baja remuneración.

La distribución de la renta acentúa su grado de dispersión, que se plasma —en primer término— en un aumento de la parte del ingreso que captan los beneficios empresariales frente a los salarios y que se reproduce en el interior de ambos grupos de renta. Dentro de los beneficios, crece la parte correspondiente a las empresas financieras. Dentro de los salarios lo hacen las categorías profesionales más altas y/o los empleados de las ramas más avanzadas, mientras que el salario medio real de la economía se ha reducido a una tasa media del 0,6% anual entre 1973 y 1995, según el Consejo de Asesores Económicos del Presidente (*Economic Report of the President*).

Por lo que se refiere a la política fiscal, la reforma efectuada durante los años ochenta supuso una reducción de la carga impositiva aplicada sobre las rentas de los segmentos sociales más altos, las ganancias financieras y los beneficios de las empresas. Ello hizo que aumentase en términos relativos la carga que gravaba al resto de la población, originando una fuerte rigidez al alza de la capacidad recaudatoria del presupuesto federal. En la medida en que los ingresos obtenidos por el impuesto sobre la renta y sobre los beneficios de las empresas disminuyeron en tres puntos —con respecto al PIB—, entre 1981 y 1984 se produjo una caída de los ingresos federales desde el 20% hasta el 18% del PIB, manteniéndose en torno al 18%-19% en los años posteriores. Una política presupuestaria sin mayor capacidad recaudatoria hacía recaer sobre los gastos públicos la posibilidad de reducir el déficit presupuestario. Éste llegó a suponer, a mediados de los años ochenta, el 4%-5% del PIB, debido al fuerte aumento de los gastos militares y de los intereses de una deuda pública en veloz expansión, que pasó a representar el 34% del PIB en 1980, el 46% en 1985 y más del 60% en los años noventa.

2.1.3. Consecuencias financieras externas

En el plano exterior, las modificaciones operadas en la economía estadounidense provocaron dos impactos fundamentales en las condiciones financieras internacionales, debidos a la convulsión de las tasas de cambio de las respectivas divisas y al desencadenamiento de un colosal movimiento de capitales que se dirigió hacia la economía norteamericana.

La fuerte alza de los tipos de interés, y en particular los notables rendimientos ofrecidos por la deuda pública emitida por el Tesoro, atrajo a un gran volumen de capitales externos y dio lugar a una persistente apreciación del dólar hasta mediados de la década. En el intervalo de 1979 a 1985 su tasa de cambio efectivo se apreció un 63% en términos nominales y un 56% en términos reales. Ese fortalecimiento de la moneda estadounidense provocó una drástica alteración en la estructura relativa entre los valores de las demás divisas, dando paso a un periodo de gran inestabilidad del mercado cambiario. Posteriormente, a lo largo de la segunda mitad de la década y hasta mediados de los años noventa, la cotización del dólar emprendió el camino inverso, depreciándose año a año, de manera que su tasa de cambio efectivo real se redujo en más de un 35%, como se observará más adelante en el cuadro 2.5.

Esa sucesión de escenarios cambiantes e inciertos modificó radicalmente el mercado de divisas y también influyó en otros mercados financieros, siendo aprovechada por diversos agentes intervinientes para intentar ampliar sus ganancias jugando con las expectativas creadas en torno a los posibles diferenciales entre las tasas de inflación y los tipos de interés de cada país con respecto a las tasas de cambio de sus monedas.

Simultáneamente, la vigorosa atracción de capitales externos permitió financiar el gran desequilibrio de la balanza por cuenta corriente de la economía americana, surgido por el desfase interno entre las tasas de ahorro e inversión. En apenas unos años, los pequeños saldos positivos registrados en esa balanza durante el bienio 1981-1982 (2.000 y 5.000 millones de dólares) se tornaron en déficit crecientes que superaron los 150.000 millones en 1985 y los 165.000 millones en 1986, equivalentes al 3,5% del producto interior bruto. El déficit externo siguió registrando cifras por encima de los 100.000 millones de dólares hasta 1989, suavizándose después pero volviendo a superar esa cifra desde 1993, para alcanzar su cifra récord en 1996 con 166.000 millones de dólares, equivalente al 2% del PIB (cuadro 2.6).

El desequilibrio de los pagos corrientes tuvo que financiarse a través de una balanza de capitales altamente positiva, que expresaba de manera meridiana el tremendo impacto provocado por el desequilibrio externo de la economía de los Estados Unidos sobre los flujos internacionales de préstamos e inversiones de capital.

Por el lado de las inversiones directas, la tradicional salida neta que registraba la economía estadounidense desde hacía bastantes décadas se convirtió en una entrada neta de grandes magnitudes. Así, frente a un saldo acumulado

de salidas netas cercano a los 80.000 millones de dólares durante la década de los setenta, en la década posterior se produjo un saldo acumulado de entradas netas próximo a los 200.000 millones de dólares en los años ochenta, según la OCDE (*International Direct Investment Statistics*). El mercado estadounidense se convirtió en el principal polo de atracción de las inversiones directas a nivel mundial, de manera que a lo largo de esa última década absorbió el 45% del total de las entradas de inversiones directas correspondientes a los países desarrollados (más del 50% en el intervalo de 1984 a 1987), cuando anteriormente la cuota americana no alcanzaba siquiera el 30%. Por contra, en los años ochenta, las salidas desde territorio de los Estados Unidos sólo representaron el 17% de las inversiones directas exportadas desde los países desarrollados, cuando en la década anterior su cuota se acercaba al 50%.

Mientras el dólar comenzaba su depreciación relativa a mediados de los años ochenta, las grandes empresas japonesas y europeas –con monedas apreciadas– emprendían planes de expansión en territorio americano, instalando allí sus compañías filiales o comprando empresas estadounidenses. El saldo neto de la entrada de inversión directa aportó durante esa década casi un punto del producto interior bruto anual, haciendo que en 1990 el *stock* de inversiones extranjeras en los Estados Unidos (395.000 millones) se acercara al *stock* de inversiones estadounidenses en el extranjero (427.000 millones), lo cual ponía en evidencia la modificación radical experimentada por los flujos de inversión productiva desplegados a escala mundial.

Por el lado de la inversión en cartera sucedió algo similar. La salida neta registrada hasta finales de los años setenta se convirtió en un saldo positivo que fue relativamente pequeño hasta 1983, pero después se elevó por encima de los 60.000 millones de dólares en 1985 y de los 70.000 millones en 1986 para seguir arrojando saldos muy positivos en los años siguientes hasta totalizar una entrada neta cercana a los 280.000 millones durante la década. Esas inversiones experimentaron la fuerte atracción producida por la subida de los índices bursátiles, en el caso de la compra de acciones, y por los altos rendimientos que ofrecían las obligaciones emitidas por las empresas y por la deuda pública americana.

La inversión inmobiliaria y otras modalidades de inversión exterior mantuvieron un comportamiento parecido, acumulando a lo largo de la década otro saldo neto próximo a los 200.000 millones dólares. En consecuencia, agregando los tres tipos de inversión, la economía estadounidense registró unas entradas netas que superaron los 650.000 millones de dólares, equivalentes a más de tres puntos de su producto interior bruto.

Para completar el saldo global que reflejó la balanza de capital durante esos años ochenta, hay que añadir otros 300.000 millones de dólares en concepto de entradas netas de préstamos, incluyendo los créditos externos y la emisión de títulos internacionales a través de diversos instrumentos financieros.

En definitiva, se trata de cifras cuya magnitud refleja de modo fehaciente la dimensión de los recursos de capital “removidos” de la escena financiera interna-

cional con destino a los Estados Unidos. Un formidable impacto que revela la estrecha relación existente entre los aspectos internos de la economía estadounidense (su política monetaria y la expansión de su capital financiero) y los cambios sucedidos a escala mundial conforme se produjo la valorización del dólar en el mercado cambiario y se activaron los movimientos internacionales de capital.

2.2. Extensión de las políticas monetarias en los países desarrollados

El foco financiero estadounidense se fue amplificando a escala internacional mediante la extensión de las políticas monetarias de signo contractivo que fueron poniéndose en marcha en la mayoría de los países desarrollados. La lucha contra la inflación pasó a convertirse en el objetivo central de las políticas económicas de los gobiernos europeos y las medidas monetarias se transformaron en el instrumento fundamental para corregir los desequilibrios en materia de precios, originándose una notable elevación de los tipos de interés. Resulta ciertamente complicado valorar en qué medida esa generalización monetarista estuvo determinada por el comportamiento precedente de la economía norteamericana y en qué otra medida estuvo mediatizada por los intereses económicos predominantes en cada país.

2.2.1. Tipos de interés

El condicionante externo se pone de manifiesto al considerar los efectos desatados por la política económica estadounidense en materia de tipos de interés, entrada de capitales internacionales y tasas de cambio. Los gobernantes europeos no podían permanecer impasibles ante las consecuencias que tendría para sus economías una salida masiva de capitales hacia territorio americano. Debido a ello, optaron por endurecer sus políticas monetarias, elevando los tipos de interés, defendiendo sus monedas y estimulando la expansión de sus mercados financieros nacionales.

Al mismo tiempo, también parece evidente que ese tipo de política monetaria fue asumido como una práctica virtuosa por la casi totalidad de los gobiernos occidentales. Su estrategia económica estuvo guiada por el mismo arrebató unilateral en el tratamiento de los desequilibrios macroeconómicos internos y externos, aplicando unos programas de estabilización macroeconómica cuyo contenido monetario-financiero y liberalizador respondía a los mismos intereses socioeconómicos que en los Estados Unidos. De hecho, la política de austeridad de Margaret Thatcher en Gran Bretaña comenzó antes de que se produjese el viraje norteamericano, si bien su mayor endurecimiento tuvo lugar varios años después, como muestran Ch. Johnson (1991) y H. Monet y J. J. Santini (1991).

De ese modo, en casi todos los países desarrollados los tipos de interés se convirtieron en el instrumento rector de la política económica. En términos nomi-

nales, el conjunto de los tipos de interés, desde el descuento aplicado por los bancos centrales, pasando por los rendimientos de la deuda pública y de los títulos emitidos por las empresas y por los tipos vigentes en el mercado interbancario, hasta el coste de los préstamos bancarios, fueron aumentando en el intervalo de 1980 a 1983 (cuadro 2.2). Se aprecia, sin embargo, una sensible diferencia entre los niveles más altos de los tipos en Estados Unidos, Canadá e Italia –por encima del 15%– frente a los de Gran Bretaña, Francia y, sobre todo, a los de Alemania y Japón, que eran sensiblemente inferiores.

A mediados de la década se inició un paulatino descenso de esos tipos de interés, aunque en Canadá, Gran Bretaña, Italia y Francia se mantuvieron en general por encima del 10%; no así en los Estados Unidos, ni tampoco en Alemania y Japón donde siguieron registrándose los tipos más bajos. A finales de la década se produjo un repunte de los tipos nominales, que resultó más intenso en Canadá, Gran Bretaña y Alemania (sumándose el gobierno germano a las posiciones monetarias más duras desde 1989), en los cuales los tipos aumentaron entre 3 y 5 puntos porcentuales, mientras que en los otros países adquiría un tono más suave con alzas de 1-2 puntos.

En los años noventa se generalizó el movimiento descendente que volvió a quedar interrumpido en Estados Unidos, Canadá y otros países a partir de 1994. Pese a ello cabe apreciar una tendencia hacia la reducción de los diferenciales en los tipos de interés entre los países desarrollados, paralelamente al descenso que muestra el movimiento de los precios y a la homogeneidad que presentan las políticas monetarias de los respectivos gobiernos.

Observando el comportamiento de los tipos de interés reales, una vez deducido el componente de precios (utilizando el deflactor del PIB) se constata con mayor claridad que el contenido restrictivo de la política monetaria se mantuvo más allá de los primeros años ochenta, prosiguiendo después de que se hubiera logrado una considerable reducción de las tasas de inflación. A la luz de los hechos, cabe afirmar que, salvo de modo excepcional en algunos países y durante ciertos intervalos, esa dureza monetaria ha sido un elemento de continuidad en la política económica aplicada por los gobiernos occidentales a lo largo de las dos últimas décadas.

Tomando el caso representativo de los préstamos concedidos por los bancos a sus clientes, en los Estados Unidos los tipos de interés reales fueron descendiendo (desde un elevadísimo 8%-9% inicial) durante los años ochenta, pero manteniéndose siempre por encima del 5% hasta 1990 y volviendo a superar los 6 puntos desde 1994. En Canadá, después de lograr una breve moderación en 1987-1988, volvieron a situarse en torno al 6%. En Alemania, Italia y Francia, los tipos han seguido fluctuando entre el 6% y el 8%, apreciándose un recrudecimiento de los mismos en los últimos años tanto en Alemania como en Italia. Únicamente en Japón, con una economía estabilizada a nivel interno y un sector exterior sumamente favorable, los tipos reales de los préstamos no llegaron a registrar alzas exageradas y después han mantenido una línea descendente, por debajo del 5%, sumándose a ese comportamiento los tipos británicos desde 1991 (cuadro 2.3).

2.4. Crisis de la deuda externa de los países no desarrollados

2.4.1. Magnitud del problema

Las condiciones favorables en las que un grupo de países de América Latina, Asia y Europa del Este había accedido a los préstamos de la banca europea y estadounidense se modificaron al comenzar los años ochenta. Aquella deuda había sido contraída a tipos de interés variables y estaba denominada fundamentalmente en dólares cuando los tipos eran bajos y la cotización de la moneda americana se desvalorizaba. Una vez recibidos los préstamos, es cierto que en algunos países se produjo una desviación de los recursos hacia los gastos armamentísticos y que también hubo un alto grado de corrupción entre las capas dirigentes y funcionariales. Tampoco pueden ignorarse los errores cometidos en la política cambiaria, ni la mala gestión que en ocasiones se hizo de los recursos, empleándolos en proyectos de inversión de dudosa viabilidad. No obstante, está fuera de dudas el hecho de que el acceso al crédito externo sirvió para impulsar un fuerte ritmo de crecimiento de un grupo significativo de países no desarrollados.

En el intervalo de 1974 a 1980, economías como las de Corea del Sur, Tailandia y Taiwan registraron tasas medias de crecimiento del producto interior bruto en torno al 9% anual. Brasil, Indonesia y Malasia crecieron por encima del 7% anual. México, Ecuador y Venezuela lo hicieron por encima del 6% y muchos otros países alcanzaron tasas superiores al 4%-5% anual. Entre los países citados, únicamente en Venezuela y Corea del Sur el crecimiento económico quedó frenado a partir de 1979, mientras que en los restantes países prosiguió a un ritmo elevado hasta 1981.

De modo súbito, a partir de 1979 esos países prestatarios vieron cómo los intereses que tenían que pagar por su deuda se elevaban considerablemente y cómo el dólar iniciaba también una rápida apreciación respecto a sus monedas nacionales. El LIBOR (*London Interbank Offered Rate*), que es el tipo de interés estándar en el que se suscriben los préstamos internacionales, pasó del 8% en 1979 al 14% en 1980 y al 17% en 1981, como consecuencia de la política monetaria emprendida por la Reserva Federal de los Estados Unidos. Si se descuenta el nivel de inflación de esa economía, se puede apreciar que los tipos de interés reales de los préstamos externos eran prácticamente nulos cuando aquellos países accedieron a ellos, aumentando sucesivamente al 2% en 1980 y a más del 8% en 1981, según Morgan Guaranty Trust (*World Financial Markets*).

El encarecimiento de los créditos pendientes de amortizar coincidió con otros factores desfavorables para los países endeudados. De un lado, la recesión económica internacional limitaba las posibilidades que tenían para incrementar sus exportaciones a unos países desarrollados que experimentaban una notable contracción de su demanda interna y externa. Por primera vez al cabo de treinta años, durante el bienio 1981-1982, el comercio internacional se redu-

jo en términos absolutos. De otro lado, excepto en el petróleo y en algunos otros productos, los precios de las materias primas —que constituían la base exportadora de casi todas las economías no desarrolladas—, sufrieron una fuerte caída que ocasionó el agudo deterioro de su relación de intercambio en el comercio internacional. Al mismo tiempo, el alza del precio de los crudos de petróleo sirvió de alivio a los países que exportaban ese combustible (México, Ecuador, Venezuela e Indonesia), pero en cambio supuso un fuerte encarecimiento de las importaciones para los países que carecían de dicho recurso. Otro factor adverso que se sumó a la coyuntura fue el hecho de que desde 1982 la balanza por cuenta corriente de varios países árabes exportadores de petróleo se hizo deficitaria, con lo cual esos países dejaron de prestar su apoyo financiero a otros países no desarrollados.

El impacto inicial de ese cúmulo de dificultades no fue traumático porque los países afectados seguían accediendo a nuevos créditos externos (con intereses cada vez más elevados) que utilizaban para atender al servicio de la deuda. Se creaba así un mecanismo sin retorno que retroalimentaba el proceso de endeudamiento. El volumen la deuda de los países no desarrollados aumentó entre 1980 y 1982 en más de 180.000 millones de dólares, hasta acercarse a 750.000 millones, según R. Dornbusch (1990). Una buena parte de ese aumento correspondió a los países de América Latina, cuya deuda aumentó en casi 100.000 millones de dólares hasta alcanzar los 320.000 millones de dólares en 1982, según la Comisión Económica de Naciones Unidas para América Latina (*Estudio Económico de América Latina*). En dicho año, casi la mitad de la deuda contraída por los países no desarrollados correspondía a los siete países más endeudados: México, Brasil, Venezuela, Argentina, Corea del Sur, Filipinas e Indonesia.

La importancia de ese volumen de deuda se pondera con mayor claridad si se relaciona con el producto interior bruto y con la capacidad exportadora de los países implicados, siguiendo los trabajos de R. Dornbusch (1988, 1990). Con respecto al PIB, la deuda total de los países no desarrollados se elevó entre 1980 y 1982 desde el 26% al 33%; en el caso de los siete países más endeudados lo hizo desde el 33% hasta el 42%. [Con respecto al valor de sus exportaciones de bienes y servicios, la deuda total de los países no desarrollados se incrementó desde el 110% hasta el 148%; para los siete países más endeudados lo hizo desde el 175% hasta el 307%.

En consecuencia, debido al aumento simultáneo del volumen de la deuda y de los tipos de interés, las obligaciones que esos países debían de afrontar cada año como servicio de la deuda fueron aumentando desde menos de 40.000 millones en 1977 hasta casi 140.000 millones en 1982, momento en el cual dicho servicio equivalía al 25% de los ingresos logrados por la exportación del conjunto de los países no desarrollados y llegaba al 44% en el caso de los siete países más endeudados.

Tomando el ejemplo de América Latina, el servicio anual de la deuda de los países de la región representaba el 15% de sus exportaciones de bienes y servi-

cios en 1978, el 20% en 1980 y más del 40% en 1982, porcentaje éste que era superior en países como México (47%), Chile (50%), Argentina (54%) y Brasil (57%), según CEPAL (*Estudio Económico de América Latina*). Las importaciones netas de nuevos capitales llegados a la región aumentaron hasta 1981 (con un máximo de 38.000 millones de dólares), reduciéndose al año siguiente hasta 19.000 millones, mientras que el pago de utilidades pasó de 28.000 a 38.000 millones.

Ante esa situación, en agosto de 1982 el gobierno de México puso de manifiesto la incapacidad de su economía para atender a los pagos pendientes, declarando una moratoria unilateral de tres meses y solicitando que en ese tiempo los acreedores se aviniesen a renegociar las condiciones futuras de pago. La postura mexicana fue secundada inmediatamente por otros países, como Brasil, Argentina, Perú y Venezuela.

2.4.2. *Proceso de renegociación y consecuencias internacionales*

La respuesta de los acreedores fue ambivalente. Por una parte, actuaron con pragmatismo ante la evidencia de que sus deudores eran insolventes para afrontar aquellas obligaciones financieras. Por esa razón, aceptaron el inicio de rondas de negociación con cada uno de los países en las que iban concediendo sucesivas moratorias a corto plazo, que eran prorrogadas periódicamente. En el Club de París estaban organizados los acreedores públicos (gobiernos y agencias estatales) y en el Club de Londres estaban representados los bancos y otros acreedores privados. Considerando los 15 países con mayores deudas, según R. Dornbusch (1990), el monto total se elevaba a 348.000 millones de dólares, de los que menos de la tercera parte había sido contraída con acreedores oficiales y más de las dos terceras partes con acreedores privados; en ésta, el 28% era deuda a corto plazo y el 40% lo era a medio y largo plazo.

Por otra parte, los acreedores seguían exigiendo que las negociaciones solamente abordasen el modo en que los deudores podían cumplir con sus pagos. En palabras del entonces secretario del Tesoro norteamericano, Donald Regan, la deuda era un problema de los prestatarios y no de los prestamistas. Consecuentes con ello, para iniciar las negociaciones en los *clubes* de París y Londres, los acreedores exigían que cada país hubiera acordado previamente con el Fondo Monetario Internacional la puesta en marcha de programas de ajuste que garantizaran su solvencia financiera en un futuro cercano.

Sin embargo, el planteamiento de aquel dirigente estadounidense no podía ocultar una realidad fehaciente que afectaba a la situación interna de su economía, puesto que la crisis de pagos de los deudores, en particular la deuda contraída por los países latinoamericanos, era también un problema de los acreedores, y más concretamente de los grandes bancos estadounidenses, que eran precisamente los que les habían concedido los mayores préstamos en el intervalo de 1977 a 1982. En ese periodo de tiempo el monto total de la deuda de

los países no desarrollados con los bancos estadounidenses se había duplicado, pasando de 66.000 a 132.000 millones de dólares, de los cuales más del 60% correspondía a préstamos otorgados a países latinoamericanos, el 17% eran préstamos dirigidos a países asiáticos y otro porcentaje similar se destinó a los países miembros de la OPEP, correspondiendo el 5% restante a países de Europa del Este.

El problema no residía sólo en la elevada magnitud de la deuda, sino en que ésta se hallaba muy concentrada en un pequeño número de grandes bancos comerciales. Según R. Dornbusch (1990), en 1982 más del 60% de la deuda latinoamericana pertenecía a nueve bancos, que eran precisamente los más importantes del país: Bank of America, Citibank, Chase Manhattan Bank, Morgan Guaranty Trust, Manufactures Hanover, Continental Illinois, Bankers Trust, First National Bank of Chicago y Chemical Bank. Otro 20% de la deuda correspondía a un grupo de otros 15 bancos, acentuando aún más el grado de concentración de las entidades acreedoras.

La dimensión de esa deuda superaba holgadamente al capital social de cada uno de esos grandes bancos, por lo que la insolvencia de los deudores constituía una seria amenaza para la estructura bancaria norteamericana. Según los datos de la Reserva Federal, recogidos en W. Cline (1984), la relación entre el volumen de los préstamos otorgados a esos países y el capital social, era del 263% en Manufactures Hanover, 175% en Citibank, 170% en Chemical Bank, 158% en Bank of America, 154% en Chase Manhattan Bank, 141% en Bankers Trust y Morgan Guaranty Trust, 134% en First National Bank of Chicago y 108% en Continental Illinois. Así pues, el dilema creado por la crisis de la deuda se había convertido también en un problema para los acreedores, en particular para los grandes bancos norteamericanos y, por extensión, para el conjunto de su sistema financiero.

La dinámica abierta tras el estallido de aquella crisis y la perspectiva de corto plazo adoptada por los acreedores y por los organismos internacionales tuvieron una notoria influencia sobre el escenario financiero internacional de los años ochenta.

- a) En primer lugar, la crisis frenó la concesión de nuevos préstamos internacionales por parte de los bancos privados, reorientando sus créditos hacia los países desarrollados. La concesión de nuevos préstamos privados a los países no desarrollados se redujo drásticamente y los bancos privados se limitaron a negociar el reescalonamiento de los pagos de la deuda anterior. Merced a esa actitud, la posición externa de los países deudores no experimentó cambios relevantes. Según R. Dornbusch (1990), en 1985 la relación deuda/exportaciones seguía situada en el 148% (226% para los siete mayores deudores), la relación deuda/PIB había aumentado ligeramente hasta el 37% (44% para los siete) y la relación servicio de la deuda/exportaciones seguía estando en el 23% (35% para los siete).

Fue a partir de ese año cuando se produjo un cambio parcial en la postura de las autoridades norteamericanas, a través de su nuevo secretario del Tesoro, James Baker. Éste defendió la necesidad de complementar el reescalonamiento de la deuda con la concesión de nuevos préstamos a los países que cumplieran las condiciones de ajuste monetario pactadas con el Fondo Monetario Internacional, de manera que se lograse un crecimiento económico que garantizara a la vez la estabilidad monetaria interna y el equilibrio del sector exterior. Fue entonces cuando la deuda de los países no desarrollados, que apenas se había incrementado en 100.000 millones de dólares durante el trienio 1983-1985 (hasta alcanzar los 865.000 millones de dólares), se elevó hasta 1,2 billones de dólares en 1989.

b) En segundo lugar, la política económica exigida a los países con los que se negociaba el reescalonamiento de la deuda, contribuyó decisivamente al desarrollo de los mercados financieros nacionales y a su integración en los mercados internacionales. Los programas de ajuste propugnados por el FMI se basaban sistemáticamente en cinco aspectos cardinales:

- Políticas monetarias contractivas, basadas en altos los tipos de interés.
- Contención de las rentas salariales.
- Disminución de los gastos estatales y privatización de empresas públicas.
- Liberalización interna de las relaciones comerciales y financieras.
- Liberalización exterior de las relaciones comerciales y financieras.

Los programas de ajuste estaban orientados al restablecimiento de los equilibrios monetarios internos y externos para lograr que los agentes económicos se avinieran a mantener una férrea disciplina financiera, aunque las medidas aplicadas operasen en detrimento de sus capacidades de inversión (empresas), de consumo (familias) y de demanda pública (gobiernos). Por ese motivo, la contundencia con que los gobiernos de muchos países latinoamericanos y algunos países asiáticos realizaron esos programas —como condición imprescindible para acceder a la renegociación de los pagos de la deuda— dio lugar a una fuerte contracción productiva interna, acompañada de un notable empobrecimiento de la renta de amplias capas de la población y de un notorio menoscabo de la participación estatal en la economía.

El FMI diagnosticaba que la naturaleza y las causas de esos desequilibrios eran similares a los que presentaban las economías desarrolladas, razón por la cual propugnaba la implementación de unos programas económicos que suponían la extensión a esas economías de las políticas monetarias puestas en marcha en los países occidentales, concretadas ahora en una realidad económica y social notablemente distinta.

La imposición de esa estrategia económica originó que en México, Brasil, Argentina, Chile y, en menor medida, en otros países latinoamericanos y asiáticos, se fuera configurando un escenario financiero cada vez más importante, estimulado mediante: 1. las medidas liberalizadoras; 2. la privatización de empresas públicas; 3. el crecimiento de la deuda pública, emitida en grandes volúmenes para financiar el déficit fiscal; 4. la mayor actividad financiera de las grandes empresas nacionales, a través de la emisión de obligaciones y de la cotización en bolsa de sus acciones; 5. la conexión con los mercados financieros internacionales.

La expansión de esos mercados financieros domésticos y su apertura externa dio lugar a que los grandes inversores internacionales encontraran un nuevo espacio en la geografía mundial en el que podían extender sus operaciones financieras para alcanzar nuevos beneficios.

- c) En tercer lugar, la crisis de la deuda fue el motivo encontrado para dotar al Fondo Monetario Internacional de una nueva función en el concierto mundial. Sin reglas monetarias comunes que vigilar, la labor encomendada por los Estados Unidos y otros países al FMI fue la de supervisar las políticas económicas que los gobiernos deudores tenían que llevar a cabo para lograr el saneamiento monetario y financiero de sus economías, con el fin de garantizar que en el futuro podrían pagar sus deudas. Una función ciertamente ajena al propósito fundacional de aquella institución, dedicada ahora a la realización de actividades netamente financieras y monotemáticamente orientada a la imposición de programas de ajuste.

La superioridad del FMI sobre los gobiernos deudores con los que negociaba se basaba en dos aspectos. De un lado, la aceptación de esos programas era un requisito ineludible para que los *clubes* de París y Londres atendieran la solicitud de renegociación de la deuda. De otro lado, ante la escasez de nuevos créditos privados, las mayores líneas de préstamos obtenidas por los países no desarrollados procedían del FMI, pero éste condicionaba su concesión al cumplimiento de los programas de ajuste. Por ese motivo, a lo largo de los años ochenta se produjo una paulatina modificación del tipo de acreedores que prestaban recursos a los países no desarrollados. Según R. Dornbusch (1990), tomando como muestra la situación de los 15 países más endeudados, con una deuda total de casi 350.000 millones de dólares, en 1988 el 42% de la misma había sido contraída con acreedores públicos mientras que en 1981 ese porcentaje era del 32%. Al mismo tiempo, como consecuencia de las renegociaciones, la deuda a corto plazo con acreedores privados sólo representaba el 9% de la deuda total frente a un 28% en 1981.

- d) En cuarto lugar, la crisis de la deuda fue uno de los factores que determinaron la introducción de reformas profundas en el sistema bancario estadounidense. En 1989 el valor nominal de la deuda de los países no desarrollados con los bancos norteamericanos todavía superaba en un

40% al valor de su capital social. Además, la difícil posición financiera en la que se encontraban los grandes bancos estadounidenses se vio agravada por una creciente competencia desatada desde las instituciones financieras no bancarias que iban entrando en los mercados de depósitos y préstamos que hasta entonces habían controlado los bancos comerciales. Se produjo así la grave crisis bancaria que ha sido referida en el primer apartado de este capítulo, a la vez que se llevaba a cabo una vasta desregulación de todo el sector financiero, se saneaba la calidad de los activos bancarios (eliminando la deuda incobrable y dotando provisiones para cobros difíciles) y se ampliaba la internacionalización de las actividades de los grandes bancos.

2.4.3. *Difuminación del problema de la deuda*

La crisis de la deuda fue uno de los temas favoritos de la literatura económica durante los años ochenta, eclipsándose luego en la década actual. A juzgar por los indicadores generales, el problema continúa sin encontrar una solución definitiva, puesto que la deuda sigue siendo una pesada carga para los países que deben hacer frente a las obligaciones financieras que acarrea. Sin embargo, en los años recientes ese problema se ha situado en unas coordenadas internas y externas distintas a las que existían en la década de los ochenta.

La cuantía global de la deuda de los países no desarrollados sigue creciendo pausadamente, acercándose en 1995 al billón y medio de dólares, de los cuales el 40% corresponde a préstamos concedidos por gobiernos y agencias públicas de países desarrollados y por organismos internacionales. La relación deuda/PIB ha descendido desde el 40% en 1989 al 32% en 1996; en el caso de América Latina ha pasado del 43% al 36% y en los países asiáticos lo ha hecho desde el 30% hasta el 26%. No obstante, el porcentaje general de 1996 es similar al que se registraba en 1982 cuando estalló la crisis de pagos.

No sucede lo mismo con la relación entre el servicio de la deuda y las exportaciones de bienes y servicios que ha experimentado una reducción significativa desde casi el 12% en 1989 hasta el 9% en 1996, lejos de aquel 25% alcanzado en el momento inicial de la crisis. En América Latina esa relación ha caído desde el 20% a menos del 10% y en Asia lo ha hecho desde el 9% al 6%. Se evidencia pues un alivio en la carga financiera que han de afrontar las economías no desarrolladas a corto plazo, siendo menos numerosos los casos en los que algunos países presentan signos de insolvencia que exigen la renegociación de sus pagos. Desde este punto de vista, la crisis de pagos abierta en 1982 ha quedado superada y la problemática de la deuda ya no es una cuestión agobiante en la escena internacional.

No obstante ello, cabe considerar que la dinámica emprendida durante esta última década está lejos de haber solventado el dilema de la deuda, pues éste no es otro que el de las posibilidades que tienen los países no desarrollados de

acceder a los recursos de capital existentes a escala mundial (no sólo para ajustar sus desequilibrios monetarios a corto plazo) para mejorar su posición estructural en términos de crecimiento económico y de bienestar social para sus poblaciones. Desde este segundo punto de vista, el dilema sigue sin solución alguna, en gran medida porque no es ése el prisma desde el que abordan la cuestión los grandes poderes económicos internacionales, sean éstos los gobiernos, los bancos o las instituciones multilaterales.

A finales de la década pasada, ante el *impasse* en el que se encontraba la situación financiera externa de los países deudores, el secretario del Tesoro norteamericano Nicolas Brady propuso un nuevo planteamiento del problema. Manteniendo los criterios anteriores, que se basaban en la implementación de programas de ajuste monetario y de liberalización interna y externa, a cuyo cumplimiento se condicionaba la concesión de nuevos préstamos, la propuesta de Brady pretendía implicar en mayor medida al conjunto de la comunidad financiera internacional en la búsqueda de variantes que diversificaran las consecuencias de la carga financiera.

Viendo la evolución posterior de los acontecimientos, parece claro que lo que Brady defendía era la necesidad de que los países no desarrollados que hubieran logrado un equilibrio macroeconómico básico y que dispusieran de un cierto potencial económico pudieran acceder a los mercados internacionales de capital, lo cual significaba que esos países debían reformar y liberalizar su sector financiero para integrarse en los mercados internacionales.

Esto es lo que, de hecho, fue ocurriendo tanto en América Latina como en Asia desde finales de los años ochenta y en el transcurso de la década de los noventa, sumándose a ellos más recientemente varios países de Europa del Este que llevan a cabo su proceso de transformación económica. Utilizando la terminología empleada por los organismos internacionales (FMI, Banco Mundial, OCDE) han surgido nuevos mercados financieros *emergentes* en México, Brasil, Venezuela, Argentina, Chile, Filipinas, Indonesia, Malasia, China, Hungría, Chequia, Polonia, Rusia y otros países, que experimentan un notable desarrollo debido tanto al interés que tienen los agentes económicos que dominan en su interior como al que muestran los capitales internacionales que amplían así el espacio geográfico de sus operaciones.

Idéntico sentido financiero e internacional tenían las propuestas de Brady referidas a la posibilidad de efectuar nuevas programaciones de la deuda mediante una diversificación de sus modalidades, con la intención de reducir su cuantía, como hicieron en aquel mismo año México, Costa Rica y Venezuela. Entre otras variantes, existía la opción de recompra de la deuda (*buy back*) por parte de los gobiernos en unos mercados secundarios que desde el estallido de la crisis iban desvalorizando su cifra nominal; sin embargo, los gobiernos mostraban temor ante el hecho de que si realizaban una recompra parcial de esa deuda entonces podría detenerse la caída de su cotización, de modo que la parte no adquirida volvería a elevar su valor.

Otras variantes eran la conversión de la deuda en nuevos préstamos o en inversiones directas y en cartera mediante su canje por nuevos activos (acciones) de empresas públicas puestos en valor a través de los programas de privatización. También surgieron iniciativas que ofrecían la compra de una parte de la deuda a capitales nacionales que previamente habían sido evadidos desde esos países hacia el exterior, a cambio de legalizar su retorno. Por último, no se descartaba la posibilidad de condonar una parte de la deuda pendiente a los países más pobres o bien a aquellos que mostraran una mayor disposición para afrontar las variantes planteadas para reducir su deuda, como sucedió por ejemplo con unos 6.000 millones de la deuda polaca condonados en 1993.

En consecuencia, aunque sin resolver, el problema de la deuda se ha ido difuminando en un sinfín de variantes que suponen una mayor inserción financiera de esos países –en particular de los que ofrecen un mayor tamaño económico– en los mercados internacionales de capital. Ese proceso ha permitido diversificar y ampliar el número de acreedores, reduciendo su anterior grado de concentración, mediante la obtención de nuevos créditos, recompras, intercambios de deuda por divisas y por activos privatizados. A la altura de 1993, los bancos norteamericanos volvían a presentar un alto nivel de beneficios dejando patente que el dilema planteado por la deuda de difícil cobro ya había sido encajado en el marco de la reestructuración financiera emprendida años antes.

Por otra parte, en la medida en que se profundiza la expansión de los sectores financiero nacionales, se produce el acceso a los mercados internacionales de los países que (además de presentar ciertos signos de solvencia) presentan ventajas interesantes para los grandes agentes que intervienen en esos mercados. Por consiguiente, los países que no disponen de esa solvencia básica ni tienen contrapartidas que ofrecer, sólo pueden obtener las líneas oficiales de crédito otorgadas por ciertos gobiernos occidentales y por los organismos internacionales, quedando a merced de las condiciones impuestas para su concesión y sabiendo que –en el mejor de los casos– la utilización de esos préstamos puede permitirles que asienten las bases monetarias y financieras que les permitan más adelante integrarse en los mercados privados internacionales. Esa es la labor de supervisión y preparación que tiene asignada al Fondo Monetario Internacional en el desarrollo de sus relaciones con los gobiernos latinoamericanos, asiáticos y este-europeos a través de los programas de estabilización, liberalización y apertura externa.

El cuadro 2.7 recoge la información básica sobre los flujos de capital llegados a los países no desarrollados en el intervalo de 1990 a 1996. Se observa que la financiación oficial jugó un papel relevante en los primeros años y que después ha ido declinando. En el cómputo de los siete años, la financiación oficial ha supuesto más de 370.000 millones de dólares, equivalente al 28% de las entradas totales; sin embargo, dicho porcentaje medio oculta el hecho de que en 1990 los recursos oficiales representaban el 56% mientras que en 1996 solamente suponían el 14% de las entradas de capital.

Ese descenso de la financiación oficial se debe casi en exclusiva a la disminución de los créditos bilaterales otorgados por los gobiernos y las agencias públicas de los países occidentales, puesto que las donaciones se han mantenido en torno a los 30.000 millones de dólares anuales (el 17% de las entradas) y los préstamos multilaterales han oscilado entre 10.000 y 15.000 millones anuales (7%).

En contrapartida, se constata un rápido aumento de la financiación privada, que se ha multiplicado por cinco durante el periodo, siendo particularmente intenso el crecimiento registrado a partir de 1992. En el intervalo 1990-1996, los recursos privados que han llegado a los países no desarrollados superan los 300.000 millones de dólares, equivalentes al 23% de los flujos totales de capital ingresados, cuota que ha ido ascendiendo desde apenas el 16% en 1990 hasta el 31% en 1996.

De esa forma, a lo largo de los años noventa se ha producido una sustitución de acreedores públicos por otros de carácter privado, a través del aumento de los préstamos bancarios y, en mayor medida, la emisión de obligaciones, que totalizan 90.000 y 150.000 millones de dólares, respectivamente. Esas cifras suponen que la emisión de obligaciones en los mercados internacionales ha generado el 12% de las entradas de capital, en tanto que los préstamos han aportado el 7% y las restantes formas de financiación privada han supuesto otro 4% de las entradas.

No obstante, la alternativa principal a través de la que se ha privatizado el acceso a recursos externos por parte de los países no desarrollados ha sido la entrada de inversiones directas y en cartera. Durante los años noventa, las inversiones directas acumuladas se han acercado a los 460.000 millones de dólares y las efectuadas en cartera han superado los 175.000 millones, de manera que —con cuotas del 35% y 14%— han aportado prácticamente la mitad de los flujos de capitales recibidos por esos países, habiendo duplicado su contribución conjunta desde el 27% en 1990 hasta casi el 55% en 1996.

En consecuencia, los flujos privados (financieros y de inversión) que al comienzo de los años noventa representaban el 44% de las entradas totales de capital a mediados de la década suponían el 85%, habiendo multiplicado su valor por 5,5 en el intervalo de esos años. Sin embargo, tanto la magnitud de las cifras referidas y de las cuotas de cada una de las entradas pueden inducir a confusión si inmediatamente no se aclara que la mayor parte de los recursos externos privados se ha concentrado en un número reducido de países. Por ese motivo, la financiación oficial sigue ocupando una posición relevante, pues aporta los (modestos) recursos que recibe un gran número de países que no tienen acceso a los mercados financieros privados ni pueden atraer inversiones directas y en cartera.

El núcleo de países que cuenta con mejores posibilidades para obtener recursos privados externos está formado por México y Brasil en la región latinoamericana y por China, Malasia e Indonesia en la Cuenca del Pacífico. Entre 1990 y 1996, el conjunto de los países no desarrollados acumularon unas entradas de capital privado (financiero e inversor) cercanas a 940.000 millones de dóla-

res, pero el 54% de las mismas se concentró en los cinco países citados. China ha absorbido casi la cuarta parte del total, con casi 220.000 millones, seguida a distancia por México con 110.000 millones (12%); a continuación figuran Brasil con 76.000 millones (8%), Malasia con 60.000 millones (6%) e Indonesia con 50.000 millones (5%).

Cuadro 2.7

Entradas de capital en los países no desarrollados: 1990-1996
(miles de millones de dólares)

| | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996* |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <i>Flujos totales</i> | 100,6 | 122,5 | 145,9 | 21,0 | 206,9 | 237,4 | 284,5 |
| Financiación oficial | 56,3 | 65,6 | 55,4 | 55,0 | 45,6 | 53,1 | 40,7 |
| Donaciones | 29,2 | 37,3 | 31,6 | 29,3 | 32,4 | 32,6 | 31,3 |
| Préstamos | 27,1 | 28,3 | 23,8 | 25,7 | 13,2 | 20,5 | 9,4 |
| bilaterales | 11,6 | 13,3 | 11,3 | 10,3 | 2,9 | 9,4 | -5,6 |
| multilaterales | 15,5 | 15,0 | 12,5 | 15,4 | 10,3 | 11,1 | 15,0 |
| Financiación privada | 16,6 | 16,2 | 35,9 | 44,8 | 44,9 | 56,7 | 88,6 |
| Préstamos | 3,0 | 2,8 | 12,5 | -0,3 | 11,0 | 26,5 | 34,2 |
| Obligaciones | 2,3 | 10,1 | 9,9 | 35,9 | 29,3 | 28,5 | 46,1 |
| Otros | 11,3 | 3,3 | 13,5 | 9,2 | 4,6 | 1,7 | 8,3 |
| Inversión directa | 24,5 | 33,5 | 43,6 | 67,2 | 83,7 | 95,5 | 109,5 |
| Inversión en cartera | 3,2 | 7,2 | 11,0 | 45,0 | 32,7 | 32,1 | 45,7 |
| Flujos privados totales | 44,3 | 56,9 | 90,5 | 157,0 | 161,3 | 184,3 | 243,8 |
| China | 8,1 | 7,5 | 21,3 | 39,6 | 44,4 | 44,3 | 52,0 |
| México | 8,2 | 12,0 | 9,2 | 21,2 | 20,7 | 13,1 | 28,1 |
| Brasil | 0,5 | 3,6 | 9,8 | 16,1 | 12,2 | 19,1 | 14,7 |
| Malasia | 1,8 | 4,2 | 6,0 | 11,3 | 8,9 | 11,9 | 16,0 |
| Indonesia | 3,2 | 3,4 | 4,6 | 1,1 | 7,7 | 11,6 | 17,9 |
| Otros | 22,5 | 26,1 | 39,6 | 67,7 | 67,4 | 84,3 | 115,1 |
| Σ 5 sobre el total (%) | 49 | 54 | 56 | 57 | 58 | 54 | 53 |

* Estimación.

Fuente: World Bank, *Global Development Finance*.