

Conglomerados y reforma financiera

Eugenia Correa

Profesora e investigadora de la Facultad de Economía de la UNAM <correa@servidor.unam.mx>. Una primera versión de este trabajo se presentó en el seminario internacional Nuevas Estructuras Financieras: Tendencias y Desafíos, organizado por el Proyecto de Investigación Presente y Futuro de los Servicios Financieros, a cargo de Alicia Girón y Eugenia Correa. La autora agradece el apoyo de las becarias Claudia Maya y Elizabeth Concha.

La compulsión por las fusiones y la configuración de verdaderos megaconglomerados financieros han estado presentes en el curso de las más recientes crisis financieras y bancarias del mundo. Ese fenómeno, cabe destacar, también se presenta en otros sectores de la economía, además del financiero.¹ El proceso de fusiones y adquisiciones en sectores no financieros demanda volúmenes crecientes de recursos, amplitud y diversificación geográfica, así como profundidad en el mercado financiero, lo cual hace que los propios intermediarios financieros busquen posicionarse mejor y profundizar e incluso controlar ciertos segmentos del mercado. En concreto, los factores que impulsan la consolidación e integración en los mercados financieros por todo el mundo, hasta la verdadera conformación de conglomerados, son, desde la perspectiva bancaria: las pérdidas asociadas a carteras impagadas; los requerimientos para la formación de reservas y la capitalización, así como el descenso de la rentabilidad de los accionistas y con ello el desplome de las cotizaciones, lo que les coloca en el camino de la fusión o de la quiebra. Desde la perspectiva financiera destacan los términos de la nueva competencia en un mercado crecientemente desregulado; la compulsión por ampliar el posicionamiento en el mercado en épocas deflacionarias, y la diversificación de operaciones con abatimiento de costos.

La liberalización y la desregulación financieras son procesos presentes en la economía mundial en el período posterior a Bretton Woods que modifican profundamente las estructuras financieras, las condiciones de financiamiento de la inversión y el reparto de la riqueza mundial.² El insuficiente crecimiento económico en los años ochenta y noventa, junto con la creciente fragilidad financiera, han conducido a los mercados a la innovación financiera y a la reestructuración institucional con el fin tanto de elevar la cobertura contra los riesgos y la rentabilidad de los activos financieros, cuanto de enfrentar la competencia incrementada y proveerse de liquidez incluso en condiciones adversas de mercado.³

Parte de los cambios en las estructuras financieras es el nuevo significado de los llamados inversionistas institucionales en los mercados financieros de las mayores economías, la integración de múltiples servicios y la formación de conglomerados financieros. La innovación financiera y el nuevo nivel de concentración en éste y otros sectores económicos están modificando rápidamente las estructuras financieras. La propia desregulación ha dado lugar a la desestructuración de los llamados modelos anglosajón y alemán *outsider* e *insider*;⁴ pero sin que se configuren nuevas estructuras financieras, probablemente más internacionales o regionales, pero estables entre sí, como las que privaron en el período de Bretton Woods.

En este trabajo se analiza sólo uno de los componentes que revelan la presencia de estructuras financieras más concentradas e inestables. Parece que está configurándose un mundo financiero unipolar con creciente presencia del dólar y de los agentes financieros estadounidenses, en tanto que ninguna de las otras dos potencias, Alemania y Japón, ni propiamente la Unión Europea, han podido, hasta el momento, emprender tareas de estabilización cambiaria con el dólar. Por el contrario, podría señalarse que con las fórmulas de titulación de activos, conglomeración de intermediarios y expansión

de los productos sintéticos e inversionistas institucionales, en la jerarquía monetaria y financiera de la globalización en este ámbito, la modalidad estadounidense, sus intermediarios y conglomerados han obtenido, hasta ahora, una rentabilidad impensable en épocas de paz con base en una de las más largas expansiones económicas de su historia y también en el crecimiento del valor de los activos financieros en dólares.

La intención es explorar algunos de los elementos necesarios para el análisis de las transformaciones en la organización y operación de los intermediarios financieros y sus mercados, en particular los megaconglomerados que se están formando y que influyen de manera decisiva en la transformación de las estructuras financieras. Si bien las autoridades reguladoras y supervisoras elaboran el marco jurídico y normativo en el cual operan los intermediarios y a su vez norman o regulan o desregulan la relación de éstos con el resto de la economía, la megaconglomeración financiera les confiere un papel fundamental en el cambio estructural. En la primera parte del trabajo se describe la presencia del sector financiero mundial en la economía contemporánea a fin de contar con una idea de magnitud económica. Posteriormente se analizan algunos de los principales datos de la tendencia a la concentración financiera mundial, en especial en las economías desarrolladas, que representan el mayor volumen de recursos financieros en los mercados. Asimismo, se analizan los datos de concentración en las actividades más dinámicas de los mercados financieros: el crecimiento de las operaciones con instrumentos derivados y el acelerado desarrollo de los inversionistas institucionales. Por último, se examinan algunos elementos de lo que se ha dado en llamar la nueva arquitectura financiera internacional, basada en la expansión de la disciplina de mercado en un mundo financiero competitivo que, sin embargo, se encuentra con la realidad de una considerable concentración sectorial y el elevado poder de mercado de unos cuantos megaconglomerados.

La cuestión del apalancamiento en la operación de los intermediarios financieros, como en el caso del fondo de cobertura Long-Term Capital Management y su quiebra por funcionar con base en recursos de préstamos, conduce a analizar la conglomeración financiera como un problema de consolidación de operaciones y su redimensionamiento, pero especialmente como el de una restructuración que tendería a estrechar los vínculos entre conglomerados, piramidales pero con restricciones cíclicas a las relaciones entre éstos debido precisamente a la fragilidad de los mercados, cerrando "espacios financieros" a la competencia.⁵ Sin embargo, no hay una respuesta simple o única para los actuales problemas económicos y las tendencias financieras mundiales; los fenómenos señalados, apenas formulados como hipótesis de trabajo, pueden contribuir a una lectura más comprehensiva del proceso de cambio en los mercados financieros en los últimos años.

El sector financiero en la economía mundial

El sector financiero ocupa un lugar estratégico en la movilización de activos, colocación y rentabilidad, en el funcionamiento solvente de los sistemas de pagos y en el financiamiento de la actividad económica. En conjunto, los 50 conglomerados financieros más grandes del mundo sumaron activos en 1998 por 17.7 billones de dólares, equivalentes a casi 60% del producto mundial; el valor de los activos totales de las 100 empresas transnacionales no financieras más grandes en 1997 llegó a 4.2 billones de dólares.⁶

Un reducido grupo de intermediarios opera cada día en los mercados cambiarios más de 1.5 billones de dólares, monto equivalente a la deuda total acumulada en la historia de los países en desarrollo hasta 1994. Se estima que por su valor de capitalización en el mercado, el sector financiero representa 20% del total. Como se aprecia en el cuadro 1 por sí solos los bancos comerciales suman un valor de mercado equivalente al de las compañías telefónicas y muy superior al de las empresas petroleras y farmacéuticas.⁷ Una idea que refleja mejor aún la magnitud de los recursos movilizados en los mercados financieros puede obtenerse de lo siguiente: en 1997 el valor de capitalización del mercado accionario y la deuda titulada de los países de la Unión Europea, Estados Unidos y Japón ascendía a más de 46 billones de dólares o más de dos veces el producto interno de estos países.

CUADRO 1

**Valor de mercado mundial por sector, 1998
(miles de millones de dólares)**

Sector	Valor de mercado	Valor de mercado por sector/valor de mercado total (%)
<i>Sector financiero total</i>	2 536	20.0
Bancos comerciales	1 479	11.6
Instituciones financieras	213	1.7
Servicios financieros	115	0.9
Aseguradoras	728	5.7
<i>Sectores de referencia</i>		
Compañías telefónicas	1 472	11.6
Farmacéutica	1 150	9.1
Equipo de oficina y computación	974	7.7
Petróleo	720	5.7
Alimentos	500	3.9
<i>Total</i>	<i>12 694</i>	<i>100.0</i>

1. El valor de mercado considera a los sectores presentes en la lista de las 500 empresas más grandes por su capitalización en escala mundial.

Fuente: *Financial Times*, en línea, 1999.

Por su valor de mercado en Estados Unidos, el sector financiero representaba 16% del total de las mayores 500 empresas que cotizaron en 1998. Sólo los bancos comerciales listados (véase el cuadro 2) equivalen al valor de las compañías telefónicas. Una aproximación al volumen de recursos que administran las empresas financieras puede obtenerse de la siguiente cifra:: el crédito total en ese país suma casi tres veces su producto interno. Para América Latina, los 19 mayores bancos comerciales representan casi 2% del valor de mercado de los mayores bancos comerciales del mundo y puede calcularse que manejan activos equivalentes a 70% del producto interno sólo de México.

CUADRO 2

**Valor de mercado¹ en Estados Unidos por sector, 1998
(miles de millones de dólares)**

Sector	Valor de mercado	Valor de mercado por sector/valor de mercado total (%)
<i>Sector financiero total</i>	1 390	16.2
Bancos comerciales	723	8.5
Instituciones financieras	192	2.2
Servicios financieros	132	1.5
Aseguradoras	343	4.0
<i>Sectores de referencia</i>		
Equipo de oficina y computación	983	11.5
Compañías telefónicas	737	8.6
Farmacéutica	712	8.3
Cosméticos y cuidado de la salud	454	5.3
Bebidas y tabaco	357	4.2
<i>Total</i>	<i>8 554</i>	<i>100.0</i>

1. El valor de mercado considera a los sectores presentes en la lista de las 500 empresas más grandes por su capitalización en Estados Unidos.

Fuente: *Financial Times*, en línea, 1999

Todos estos datos y otros que se analizan a continuación dan cuenta de la presencia del sector financiero en la economía mundial y, como se analiza más adelante, por su nivel de internacionalización y concentración puede considerársele como un sector determinante en el rumbo económico y político del mundo en el nuevo siglo.

La concentración financiera al finalizar el siglo

El nivel de operaciones alcanzado por algunos de los mayores intermediarios financieros los coloca en una posición igual o incluso superior a la de los grandes conglomerados industriales. Por ejemplo, en Estados Unidos el valor de mercado de Microsoft en 1998 llegó a 407 000 millones de dólares y el de IBM a 214 000 millones de dólares, en tanto que Citigroup o Bank of America alcanzaron 150 000 y 113 000 millones de dólares, respectivamente. Otros grandes consorcios, como MCI o Lucent, llegaron también a 150 000 millones. Por sus activos, los bancos mencionados duplican los de General Electric, triplican los de Ford o los de IBM y ni qué decir de los de Microsoft que sólo alcanzan 23 000 millones de dólares. Por sus ingresos netos, 5.8 y 5.1 miles de millones de dólares, cada uno de los dos grandes bancos se equipara a los de Ford.⁸

En el caso de los grandes bancos del Reino Unido, el hsbc Holding, con activos superiores al monto del producto interno de México, tiene un valor de mercado apenas por debajo de Glaxo y British Telecommunication; Barclays Bank, por ejemplo, duplica el valor de empresas como Unilever o Reuters y sus activos cuadruplican los de BP Amoco. Deutsche Bank de Alemania, que recientemente adquirió Bankers Trust, tiene un valor de capitalización superior a Bayer, Volkswagen y Hoechst; sus activos cuadruplican los de Dailer-Chrysler y su rentabilidad se asemeja a la de Deutsche Telekom o Bayer. En Francia, los grandes bancos Société General, Banque Nationale de París y Paribas, que están en curso de fusionarse, formarían el banco mundial más grande por el valor de sus activos, superior al billón de dólares, equivalente al producto interno de México y Brasil. En lo individual, su valor de capitalización supera al de Rhone-Poulenc y duplica el de Renault o Peugeot. De manera conjunta su valor de capitalización podría llegar a equipararse con el de France Telecom.

Los bancos japoneses Dai-Ichi Kangyo y Fujii recientemente anunciaron su posible fusión, con lo cual su valor de mercado conjunto se compararía con el de Honda o Sony, aunque por separado superan a Toshiba, Nec o Nintendo. En medio de una profunda crisis, en el curso también de fusiones como en los anteriores países, el hasta ahora mayor banco japonés, el Bank of Tokio-Mitsubishi, alcanza un valor de capitalización que equivale a la suma de conglomerados tan importantes como Sony e Hitachi. El valor respectivo de los bancos suizos Credit Suisse y UBS se acerca al de grupos tan importantes como Nestlé y su rentabilidad se encuentra entre las de los cinco mayores negocios de ese país, junto con Roche y Novartis.

La suma de los activos manejados por los mayores intermediarios financieros de estos seis países, alrededor de 50 conglomerados de la "industria" financiera mundial (bancos comerciales, aseguradoras y bancos de inversión) y que aun cuando se rigen por distintas circunstancias normativas constituyen conglomerados financieros, asciende a 17 billones de dólares, lo que representa, como se señaló, casi 60% del producto mundial.⁹

El proceso de megafusiones continúa en telecomunicaciones, energía, química y otros sectores. En servicios financieros, incluyendo bancos, el FMI señala que "se han creado extensos conglomerados financieros diversificados, los cuales alcanzan todo el espacio de los servicios financieros y de los mercados globales".¹⁰

Es previsible que el proceso de megafusiones continúe en la Unión Europea cuya restructuración financiera como consecuencia de la creación del euro apenas parece estar empezando, en Japón principalmente por el impulso de la profunda crisis bancaria, y en Estados Unidos, donde palmo a palmo se disputan la supremacía y los términos de la asociación entre los bancos comerciales y las firmas de títulos. Así, de continuar el curso de las fusiones, en muy pocos años unos cuantos megaconglomerados financieros dominarán el sector, como sucede con sectores tan importantes como el de la producción de semillas, las telecomunicaciones o la energía.

El grado de concentración en los mercados financieros puede verse, a manera de ejemplo, en el mercado cambiario. Nueva York, Londres y Tokio, los mayores centros bancarios del mundo, operan 60% del volumen mundial, seguidos de Singapur, Suiza, Hong Kong y Alemania. La mitad de las transacciones en los mercados cambiarios son a través de las fronteras y 80% en dólares de Estados Unidos. Los más importantes participantes son bancos privados, bancos centrales, corporaciones transnacionales y corredurías (*brokers*). El mercado interbancario suma 70% aproximadamente; los 20 mayores bancos del mundo manejan entre 65 y 70 por ciento del total.

El mercado más dinámico de los años noventa ha sido el de productos derivados. A fines de 1998, el Banco de Pagos Internacionales (BPI) calculó en 72 billones de dólares el monto de las operaciones privadas (*over-the-counter*, OTC) y en 13.5 billones las del mercado organizado. En estas últimas, Estados Unidos es el primero, con 7.3 billones, seguido de Europa, con 4.4 billones, y Asia, con 1.8 billones.¹¹

La banca estadounidense es la participante más importante del mercado OTC, el cual operó, según calcula Alan Greenspan, presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos, 80 billones de dólares hacia marzo de 1999; los bancos comerciales y de inversión de este país participan con 40%; ninguna otra nación se le equipara. La exposición de los bancos en esos contratos podría estimarse en 325 000 millones de dólares, sólo una fracción del valor total de los contratos y que representa 6% de los activos totales de aquéllos.¹²

El valor total de los contratos de derivados (*notional value*) de los bancos comerciales creció 30% en 1998, la mayor tasa desde 1994. "No debe sorprender que la rentabilidad de productos derivados ha sido el principal componente en el significativo crecimiento de los ingresos diferentes de los intereses de los bancos mayores y sin duda es un elemento del crecimiento de la participación de la industria financiera en su conjunto en la producción corporativa estadounidense durante la década pasada." ¹³

Sin embargo, señala el gobernador de la Reserva Federal estadounidense, a pesar de toda la evidencia sobre el valor de los derivados para una economía de mercado, "...permanece el profundo temor de que mientras el riesgo individual claramente parece haberse reducido mediante la diversificación facilitada por los derivados, el riesgo sistémico se ha vuelto mayor. Sin duda, los derivados facilitan la instrumentación de estrategias de intercambio apalancadas, [...] la posibilidad de incrementar el riesgo sistémico es un hecho que requiere mayor comprensión"¹⁴

El nivel de apalancamiento con que opera un buen número de intermediarios financieros se ha hecho evidente en los momentos más agudos de las sucesivas crisis financieras y bancarias de los últimos años, principalmente en las economías de los llamados mercados emergentes, como México, Brasil, Indonesia, Tailandia, Corea, etcétera, pero también en los mercados de los países desarrollados. Así, por ejemplo, en la crisis del tercer trimestre de 1998 las pérdidas relativas a la exposición crediticia en el mercado OTC crecieron a niveles sin precedente debido a la caída en los precios de los valores

subyacentes. Sin embargo, se afirma que aquéllas se mantuvieron por debajo de la tasa de cartera vencida en préstamos.¹⁵

El BPI en su informe especial sobre los *global OTC*, mercado privado de productos derivados, señaló que ahora sus estadísticas incluyen una estimación del valor del monto desembolsado *notional* de los contratos OTC, el cual a finales de diciembre de 1998 llegó a los 80 billones de dólares, es decir 11% del registrado en junio de ese año. Su valor de mercado bruto alcanzó 3.2 billones. Los derivados en tasas de interés continúan siendo el más importante componente del mercado, con 72%. Su crecimiento también se atribuye a la crisis global del tercer trimestre, especialmente al incremento de los contratos en tasa de interés, en donde el acortamiento del margen (*spread*) de las posiciones apalancadas (*widespread unwinding of leveraged positions*) condujo a un incremento en los *swaps* de tasas de interés.¹⁶

Ampliamente vinculados al crecimiento del mercado de productos derivados, así como al movimiento generalizado de titulación del crédito, los inversionistas institucionales concentran un creciente volumen de recursos financieros.¹⁷ Su nivel de concentración, su posicionamiento de cartera y el volumen de recursos con que operan ha ido descubriéndose a lo largo de las sucesivas crisis financieras en las economías de los mercados emergentes, pero también en las de los países desarrollados. Así, aunque para los inversionistas institucionales su participación en valores de economías en desarrollo es marginal respecto al monto total de sus carteras, también es cierto que para muchas de éstas dicha participación representa un monto de recursos significativo. "Existe evidencia de que la mayor concentración del ahorro en manos de los inversionistas institucionales ha contribuido a esta mayor volatilidad de los precios de corto plazo. La evidencia disponible parece dar bases a la última hipótesis: un incremento de las tenencias institucionales precede al incremento de la volatilidad".¹⁸

Un ejemplo fue la crisis monetaria europea de 1992, cuando se acusó a los fondos de cobertura (*hedge funds*) de ser los causantes de la crisis al tomar posiciones congruentes con la realineación de las monedas (especulando en contra de la estabilidad). Los fondos de cobertura actuaron como líderes en el mercado, pero la fuerza financiera real provino de los fondos mutualistas (*mutual funds*), los fondos de pensión y compañías de seguros y las corporaciones no financieras.¹⁹ Algunas fuentes identificaron un comportamiento "en manada" de los inversionistas institucionales en diversas crisis financieras, como la de México en 1994 y las de Tailandia, Indonesia y demás países asiáticos en 1997.²⁰ A pesar de la enorme variedad de inversionistas institucionales, de su elevado número, de los muy distintos marcos regulatorios nacionales y de la diversidad de intereses y composiciones de las carteras de aquéllos, un pequeño grupo posee un enorme poder de determinación en los mercados debido tanto al volumen de recursos que maneja como a su posición en el mercado, ampliamente desarrollada mediante la conformación de los conglomerados financieros.²¹

A fines de 1998 se estimó que los inversionistas institucionales manejaban un volumen total de activos superior a 40 billones de dólares, de los cuales los estadounidenses acumulaban más de 60%. Así, en Estados Unidos " más de 2 000 administradores de dinero, entre ellos bancos e inversionistas institucionales, [y] los cinco administradores de fondos más grandes tienen una participación de 20% del mercado, mientras que la de los 20 mayores es de 40%. Algunos análisis predicen que los avances en la tecnología informática, la necesidad de hacer enormes inversiones en los sistemas de información de punta y la dura competencia pueden conducir a un número relativamente menor de megafirmas (con activos superiores a los 100 000 millones de dólares) y a un grupo de pequeñas *boutiques* especializadas, quedando eliminadas las compañías de tamaño medio."²²

El listado de los conglomerados financieros más grandes del mundo se modificó rápidamente en 1998 y 1999. Las sucesivas fusiones anunciadas o en curso están cambiando el panorama financiero, mientras que las autoridades del ramo han acelerado los trabajos de la agenda de reformas para la arquitectura financiera internacional, en particular desde la crisis financiera de 1998.

Los 50 mayores consorcios financieros del mundo se enlistan en el cuadro 3. La conglomeración por países en las economías desarrolladas muestra claramente que este proceso continuará durante los próximos meses en virtud no sólo de la fuerza de ese fenómeno en otros sectores económicos, sino también del rápido establecimiento de nuevas marcas en la competencia por los mercados. Los mayores conglomerados japoneses se encuentran en un proceso de redimensionamiento de sus operaciones, que considera tanto el paulatino saneamiento de sus carteras y la quiebra o fusión de instituciones, como la restructuración de los mayores grupos económicos debido a su elevado nivel de apalancamiento en condiciones de depresión o estancamiento de sus mercados.²³

CUADRO 3

**Los 50 mayores conglomerados financieros por activos y por país¹
(miles de millones de dólares)**

Institución por país	Activos
<i>Reino Unido</i>	
HSBC Holdings	467
Barclays	376
Lloyds TSB Group	231
National Westminster	287
Abbey National	285
Allied Zurich	215
Halifax	201
CGU	170
Royal Bank of Scotland	128
Legal and General	126
Royal and Sun Alliance Insurance Group	104
<i>Estados Unidos</i>	
Citigroup	669
Bank of America	618
Fannie Mae	485
Chase Manhattan	366
Freddie Mac	321
Morgan Stanley Dean Witter	318
Merrill Lynch	300
Bank One	261
First Union	237
Goldman Sachs	232
Wells Fargo	202
American International Group	194
Berkshire Hathaway	122
American Express	127
<i>Japón</i>	
Dai-Ichi Kangyo y Fuji Bank	949
Bank of Tokio-Mitsubishi	756
Sumitomo Bank	529
Sanwa	451
Sakura	420
Industrial Bank of Japan	404

Tokai Bank	275
Asahi Bank	240
Nomura Securites	190
<i>Suiza</i>	
UBS	619
Credit Suisse Group	428
Zurich Allied	215
<i>Alemania</i>	
Deutsche Bank	653
Hypovereinsbank	480
Dresdner	356
CommerzBank	340
Allianz	203
Munchener Rueck	121
<i>Francia</i>	
Société Générale, BNP y Paribas	998
Axa	401
Credit Lyonnais	218
Dexia	208
<i>Países Bajos</i>	
ABN AMOR Holding	451
ING Groep	412
Fortis Aseguradora	352

1. Incluye bancos, firmas de valores y aseguradoras, según la actividad principal informada por la fuente.

Fuente: *Business Week*, 12 de julio de 1999.

Es notable el cambio en la presencia de las instituciones de Estados Unidos en el mercado mundial, a pesar de que el proceso de fusiones en este país aún tiene espacio y ha avanzado de manera menos brusca debido a la paulatina remoción de la legislación. El número de organizaciones bancarias en ese país se redujo 30% de 1987 a 1997; el significativo incremento del nivel de concentración se refleja en el porcentaje de activos que controlan las diez organizaciones bancarias más grandes de Estados Unidos: de 22% en 1980 creció a 34% en 1997, y en la actualidad llega a 53 por ciento.²⁴ Desde 1980 se han registrado alrededor de 7 000 fusiones bancarias. De 190 de ellas, con 10 200 millones en activos adquiridos en ese año, se pasó a 649, con 123 300 millones en 1987. Sólo las cinco mayores fusiones anunciadas a principios de 1998 suman un total de 500 000 millones en activos bancarios. Las megafusiones más importantes se efectuaron en los años noventa, como las del Chase-Chemical, WellsFargo-First Interstate, NationsBank Barnett, Union CoreState y más recientemente Citicorp y Travelers, Nations Bank y BankAmerica. Así, en la estructura bancaria estadounidense aparece un nuevo nivel de concentración y en especial una rápida expansión de aquélla hacia los negocios en valores y seguros en los años noventa, junto con la creciente intermediación institucional.

El tejido de relaciones entre los diversos intermediarios financieros, así como la tendencia a la desaparición de las fronteras regulatorias entre ellos, aunada a la conglomeración en curso, posibilitan un acercamiento parcial, tanto en relación con el verdadero grado de concentración en el sector

financiero, como con el análisis del nivel de exposición y apalancamiento. En el cuadro 3 se presentan los mayores conglomerados financieros mundiales por sus activos. De nuevo, debe tenerse presente que su participación en el mercado financiero podría ser mucho mayor si se comprobasen sus interrelaciones con otros intermediarios institucionales y sus operaciones fuera de balance. Entre los diez mayores conglomerados financieros que presenta el cuadro 4, los tres japoneses manejan activos equivalentes a 54% del producto interno; el alemán alrededor de 36%; el grupo francés casi 68%; el del Reino Unido, 37%; los dos estadounidenses, 16%; el suizo, 217%, y el de los Países Bajos, 116%. Estas cifras son en realidad un indicador indirecto de su poder de mercado, que puede ser aún mayor si se consideran las relaciones piramidales entre estos conglomerados y los no financieros y de éstos respecto a los intermediarios y mercados de los países en desarrollo. Sin embargo, el proceso de fusiones aún no concluye y es dable esperar que en los próximos años unos cuantos conglomerados financieros marcarán las pautas financieras fundamentales en todo el mundo.

CUADRO 4

Los diez conglomerados financieros más grandes del mundo por activos (miles de millones de dólares)

Institución	País	Activos
1. Société Générale, BNP y Paribas ¹	Francia	998
2. Dai-Ichi Kanyo y Fuji Bank	Japón	949
3. Bank of Tokio-Mitsubishi	Japón	756
4. Deutsche Bank	Alemania	756
5. Citigroup	Estados Unidos	669
6. UBS	Suiza	619
7. Bank of America	Estados Unidos	618
8. Sumitomo Bank	Japón	529
9. HSBC Holdings	Reino Unido	467
10. ABN amor Holding	Países Bajos	451

1. Anunciada megafusi n.

Fuente: *Business Week*, 12 de julio de 1999.

Una nueva arquitectura financiera para un mundo financiero conglomerado

La crisis global, así calificada por Alan Greenspan, de 1997 y 1998, impulsó y renovó las ideas de reforma financiera, de manera que el nuevo siglo se inicia con las lecciones de sucesivas crisis financieras internacionales. Distintos grupos de trabajo internacionales para la supervisión y regulación financiera intensificaron sus acciones e incluso se crearon otros más desde el último tercio de 1998. Los resultados de estos trabajos empezaron a conocerse durante 1999, destacando el llamado a fortalecer e incluso crear una nueva arquitectura financiera internacional.

A pesar de la presencia decisiva del conglomerado financiero en los diversos mercados, de su participación en los grupos y comités para la reforma, en los informes apenas se menciona o incluso se omite el elevado poder de mercado de algunas empresas financieras, su presencia notable en algunos mercados, instrumentos y actividades; los cambios súbitos en la composición de sus carteras que precipitan crisis financieras, o su presencia en acuerdos de financiamiento emergente.²⁵

En lo que sigue se analizan algunas características de la reforma a la arquitectura financiera internacional en curso, las propuestas que hasta ahora se discuten y algunos de los resultados a que se ha llegado. Por último, se consideran sus límites respecto al elevado nivel de conglomeración presente en los mercados financieros.

En los grupos de trabajo establecidos destaca la participación de instituciones como el Banco de Pagos Internacionales que ya lo hacía por medio de distintos grupos y comisiones; un grupo especial del Presidente de Estados Unidos; el Fondo Monetario Internacional; la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE); el Banco Mundial; la Organización Mundial de Comercio; el Grupo

de los Siete (G7); el Instituto de Finanzas Internacionales; la Reserva Federal, la Oficina del Controlador de la Moneda y el Comité de Banca y Servicios Financieros de la Cámara de Diputados, todos ellos de Estados Unidos; el Comité sobre Sistema Financiero Global del Grupo de los Diez (G10), donde participan funcionarios de bancos centrales; el Comité de Normas Contables Internacionales; la Asociación Internacional de Derivados y Swaps, y un grupo privado formado por 12 grandes instituciones financieras, presidido por Goldman Sachs y J.P. Morgan.

Así, diversos grupos de los sectores público y privado de la que se conoce como la comunidad financiera internacional se han unido para elaborar propuestas de una nueva arquitectura financiera, principalmente enfocada a proveer nuevas guías y recomendaciones para la administración del riesgo, mejorar las prácticas contables para disponer de información de calidad, suficiente y oportuna, etcétera.

En especial el FMI participa activamente en la búsqueda de reformas que permitan prevenir y frenar las consecuencias de las sucesivas crisis financieras que han comprometido sus recursos e incluso cuestionado sus capacidades. "El Fondo Monetario Internacional ha estado acrecentando el alcance de sus actividades de supervisión tradicionales con mayor énfasis en la publicación de datos, evaluación de la vulnerabilidad, deuda y administración de reservas, reforma del sector financiero y liberalización de la cuenta de capitales."²⁶ Los balances más recientes del FMI arrojan resultados en diversas áreas: transparencia, estándares contables, valuación de carteras, administración de riesgos, supervisión bancaria y financiera, regulación de quiebras y riesgos sistémicos en escala internacional. En 1999 se dieron a conocer numerosos informes y otros más están pendientes para el año 2000. Aunque se trata de grupos de trabajo diversos y en ocasiones con la participación del FMI, la aplicación obligatoria de las distintas normatividades depende de la comunidad financiera internacional y en particular de que el Fondo las apruebe e instrumente.

Transparencia, estándares contables y administración de riesgo y supervisión

En primer lugar, los requerimientos de transparencia se aplican en las actividades del propio FMI. Así, con la participación voluntaria de las autoridades de los países involucrados se publicarán las cartas de intención, los memorandos de políticas económicas y financieras y los documentos de marco de políticas; también se dará a conocer el uso de recursos del Fondo por los miembros. Todo ello se hará de manera experimental pues se teme vulnerar la confidencialidad con que tradicionalmente se trabaja.

Se promueve la suscripción de acuerdos voluntarios entre los países para formular estándares de publicación de información sobre reservas internacionales y deuda externa (Special Data Dissemination Standard), transparencia fiscal (Code of Good Practices on Fiscal Transparency) y probablemente muy pronto se terminen de aprobar estándares de transparencia en política monetaria y financiera (Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies).

El FMI trabaja con otras instituciones financieras y con el sector privado para decidir si deberán incluirse indicadores de vulnerabilidad macroprudencial o si se establecerán otra clase de incentivos para que los países den a conocer la información que permita evaluar los sistemas financieros y su potencial de vulnerabilidad. Se considera, incluso, añadir esos estándares a los criterios de elegibilidad para el otorgamiento de líneas de crédito contingente.

Por otra parte, la transparencia y los requerimientos de estándares contables también consideran el desempeño de las empresas privadas del sector. Por ello, otras instituciones y grupos de trabajo elaboran informes para proponer medidas que mejoren la transparencia en el sector privado. Los resultados de las Comisiones de la Organización Internacional de Valores (International Organization of Securities Commissions, conocidas como IOSCO), que es un foro de cooperación entre entidades supervisoras de los mercados de valores de diversos países, se consideran recomendaciones, no obligatorias para los miembros. Entre ellas destacan los estándares internacionales para revelar información sobre las colocaciones internacionales de valores, recomendaciones de estándares para el comercio e información en productos derivados, mecanismos para incrementar la transparencia de las operaciones entre las compañías de valores y las instituciones financieras altamente apalancadas y en general mejorar los flujos de información entre los participantes del mercado, los reguladores y el público usuario.

La Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (International Association of Insurance Supervisors) tiene el propósito de promover la cooperación de entidades reguladoras en seguros y sus acuerdos no son obligatorios para los miembros sin que se consideren recomendaciones. Desde 1997

emitió una guía de estándares y principios para la supervisión de aseguradoras y, si bien su aplicación no es obligatoria, el Banco Mundial difunde esos principios para que los países los apliquen.

El Comité de Normas Contables Internacionales, junto con la Federación Internacional de Contadores y el Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria, emitieron las Normas Contables Internacionales (International Accounting Standards); sus miembros son fundamentalmente del sector privado y la adopción de las normas no es obligatoria pues depende de la decisión de las autoridades nacionales.

El Instituto de Finanzas Internacionales, foro de análisis que reúne a bancos privados, también organiza grupos de trabajo para identificar las mejores prácticas y para elaborar estándares en distintos temas, como las economías de los mercados emergentes, definiciones comunes en la llamada composición de la industria financiera, préstamos vencidos y criterios de clasificación de préstamos y evaluación de riesgo.

Supervisión bancaria y fortalecimiento de los sectores financieros

Es evidente la preocupación sobre la solvencia de los sectores bancarios y la evaluación de su vulnerabilidad, después de más de 130 crisis bancarias en los últimos años y la expectativa de otras más en los años por venir. En virtud de que éstas se atribuyen principalmente a la debilidad de los marcos supervisores y normativos contables, las acciones se encaminan a la transparencia y la estandarización contables. Sin embargo, entre aquellas de mayor trascendencia se encuentra el Programa de Evaluación del Sector Financiero (Financial Sector Assessment Program, FSAP), creado por el Comité de Vinculación Banco-Fondo sobre el Sector Financiero (Bank-Fund Financial Sector Liaison Committee, FSLC), que a su vez fue establecido por el FMI y el Banco Mundial. El programa ya se aplica de manera piloto en 12 países e incluye, entre otras cuestiones:

- 1) Desarrollar indicadores de solvencia y manejo prudente de las instituciones financieras, así como indicadores del sector corporativo para prevenir burbujas en el mercado accionario.
- 2) Identificar fortalezas y debilidades en los mercados financieros, en la estructura, eficiencia y liquidez en los mercados de dinero y capitales, así como en los mercados de divisas y deuda.
- 3) Identificar las políticas de préstamo de los bancos centrales, incluyendo sus actividades como prestamistas de última instancia y proveedores contingentes de liquidez.
- 4) Revisar y evaluar los sistemas de pagos, incluidos los procedimientos de administración de riesgos.
- 5) Reformar el marco legal, la regulación prudencial y la supervisión, para la observancia de estándares y buenas prácticas.
- 6) Adecuar las políticas, la regulación y el marco supervisor de las instituciones financieras, incluyendo la aplicación de los principios de capitalización adecuada recomendados por el Comité de Basilea.
- 7) Adhesión a los estándares internacionales en políticas monetaria y financiera, así como en materias contable y de información.
- 8) Acuerdos para administrar crisis con redes de seguridad financiera, desarrollos para la liquidación de bancos y de programas de seguro de depósitos y otras garantías.
- 9) Fórmulas para evaluar la vulnerabilidad estructural sustantiva y las desviaciones de las buenas prácticas para minimizar los riesgos sistémicos mediante un programa de reformas al sistema financiero, incluyendo su secuencia y las necesidades de asistencia técnica.²⁷

El Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria recientemente concluyó una revisión del Marco sobre capital adecuado y su *Guía de prácticas sanas para la contabilidad y revelación crediticia*. Este Comité ha presentado informes como: *Marco para los sistemas de control interno de las organizaciones bancarias; Recomendaciones para la revelación pública de intercambio y actividades en derivados de firmas bancarias y de valores; Mejorando la transparencia bancaria; Prácticas sanas en la contabilidad crediticia y su revelación*, y otros más.

Asimismo, derivado de la reciente crisis global, se considera la vulnerabilidad presente en la operación de las instituciones muy apalancadas y sus relaciones con el resto de los sistemas financieros. Varios grupos han presentado sus informes, entre ellos: *Interacciones de los bancos con instituciones altamente apalancadas* (Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria); *Fondos de cobertura, apalancamiento y las lecciones del Long Term Capital Management* (Grupo de Trabajo del Presidente de Estados Unidos sobre Mercados Financieros); *Fondos de cobertura y su papel en los mercados financieros* (Deutsche Bundesbank), y *Fondos de cobertura, estabilidad financiera e integridad de los mercados* (Banco de la Reserva de Australia). Otros más están por aparecer, como la revisión del FMI de los principios de capitalización bancaria propuestos por el Comité de Basilea, así como un manual de la metodología para evaluar el cumplimiento de estos principios. Cabe señalar que el Banco Mundial, independientemente de ello, continúa evaluando su adhesión a estos principios.

Deuda externa

Ya circula una compilación de las estadísticas de deuda externa realizada de manera conjunta por el Banco Mundial, la OCDE y el Banco de Pagos Internacionales, conocida como *Creditor-based Joint Debt Statistics*.²⁸ Asimismo, se instrumentan sistemas de monitoreo de la deuda privada de corto plazo y también de las líneas interbancarias (este último ya está vigente en Argentina, Brasil, Ecuador, Indonesia, Corea, México, Filipinas, Tailandia y Turquía). Se pretende evitar el endeudamiento excesivo de corto plazo y mantener reservas en niveles adecuados, evitar la rigidez o inflexibilidad de la estructura de deuda, promover una mayor distribución del riesgo entre deudores y acreedores de manera que el servicio se ajuste a la capacidad del deudor para servir la deuda de forma apropiada. El FMI prepara un informe sobre el monto adecuado de reservas internacionales y elabora modelos para encontrar un mecanismo de detección temprana y de ayuda para prevenir crisis de balanza de pagos. Otros temas relacionados con el endeudamiento externo se debaten entre las instituciones internacionales y el sector privado, como la modificación de los términos de los contratos de emisión de bonos soberanos para facilitar una ordenada solución en caso de una crisis financiera; la configuración de comités de acreedores; formas para establecer un diálogo regular entre acreedores y deudores; medidas para alcanzar un refinanciamiento de las líneas de corto plazo en caso de crisis que se conoce como *Universal Debt Rollover with a Penalty*, aunque por ahora priva cierto escepticismo respecto a la utilidad de este último.

Normatividad en quiebras y principios de gobierno corporativo

La Comisión de las Naciones Unidas sobre Leyes Comerciales Internacionales (Uncitral, por sus siglas en inglés), el Banco Mundial y la Asociación Internacional de Tribunales adoptaron en mayo de 1997 una ley modelo relativa a la insolvencia entre deudores y acreedores de varios países, mismos a los que se entregó para su consideración. Por otra parte, el Banco Mundial conduce a los gobiernos hacia las reformas que en su opinión deben emprenderse conforme a las prácticas de buen gobierno, como las reformas a los sistemas de insolvencia y el marco institucional, incluyendo el impulso de tribunales especializados en bancarrotas, así como promover la emisión de leyes de insolvencia confiables e incentivos para que los deudores y acreedores utilicen esos mecanismos. El FMI prepara un informe sobre procedimientos de insolvencia ordenada y efectiva. El Banco Mundial intenta usarlo como guía para crear regímenes de insolvencia eficaces en los países en desarrollo en donde participe la Uncitral. El Comité de Derechos de los Acreedores e Insolvencia de la Asociación Internacional de Tribunales desarrolla un Código de Insolvencia, el cual puede proveer un modelo para los países que están reformando y modernizando sus leyes correspondientes.

La OCDE, el Banco Mundial y el Comité de Basilea coordinan sus acciones para conformar los llamados Principios de Gobierno Corporativo (Principles of Corporate Governance). Éstos no son obligatorios para los países miembros de la OCDE. También promueven la realización de un Foro de Gobierno Corporativo Global, con la cooperación de otras organizaciones internacionales, el Grupo Asesor del Sector Privado y las mesas redondas sobre gobierno corporativo regional para alentar un efectivo y continuo diálogo sobre gobierno corporativo. El Banco Mundial ofrece apoyo financiero a los países en desarrollo para impulsar reformas en gobierno corporativo.

Riesgos monetarios y financieros sistémicos internacionales

Se estudian medidas para mejorar el funcionamiento del sistema monetario internacional. El FMI examina los regímenes cambiarios, los mercados de activos y los flujos de capital internacionales con diversas perspectivas sobre las ventajas de los regímenes de tipo de cambio fijo o flotante en mercados financieros liberalizados. Los recursos del Fondo se incrementaron mediante un acuerdo de revisión de cuotas, pero la propuesta de aumentar la emisión de DEG aún no se aprueba, ni tampoco la de colocar instrumentos de deuda en los mercados.

Otras reformas

Se han formado grupos para revisar y proponer reformas a los sistemas de pagos y a los principios por los que debe regirse a fin de garantizar el funcionamiento seguro y eficiente de éstos. El Comité del Sistema Financiero Global, que actúa como foro de los bancos centrales, elabora recomendaciones para apoyarlos a fin de que sigan políticas monetarias y financieras estables. El Comité también pretende articular las recomendaciones de política para mejorar el funcionamiento del mercado y promover la estabilidad.

El Foro de Estabilidad Financiera, formado en 1999 con autoridades tanto nacionales del G7 como aquellas internacionales responsables de las cuestiones de estabilidad financiera, así como representantes de grupos regulatorios internacionales, prepara varios informes con una preocupación más comprensiva de los riesgos financieros globales. Se creó un grupo de trabajo para recomendar medidas que reduzcan la desestabilización potencial de las instituciones altamente apalancadas; otro más para evaluar acciones que contribuyan a disminuir la volatilidad de los flujos de capital y los riesgos del excesivo endeudamiento externo de corto plazo, y un tercero que investiga la repercusión de los centros financieros extraterritoriales (*off-shore*) en la estabilidad financiera global, a fin de proponer normas de regulación prudencial.

El Banco Mundial prepara lo que se considera podrían ser los principios generales de las buenas prácticas en las políticas sociales, mientras que su Presidente ha señalado que la nueva arquitectura financiera internacional deberá acompañarse de una nueva arquitectura para el desarrollo.

Se han constituido diversos grupos de trabajo y múltiples foros en el marco de la iniciativa de esa nueva arquitectura. Sin embargo, se avanza muy lentamente en la construcción institucional y ésta parece sólo reajustarse sin cambios significativos. La participación de los países de los mercados emergentes, los que padecen las más graves consecuencias económicas de las crisis financieras, continúa en gran medida limitándose a recibir e instrumentar el cúmulo de propuestas de reforma.

Los trabajos en torno a la nueva arquitectura incluyen aspectos de gestión económica más amplios que los que tradicionalmente se incluían en las acciones del FMI y del Banco Mundial. La consideración de problemas, por ejemplo de buen gobierno, o principios de políticas sociales o gobierno corporativo, o leyes de quiebra o tribunales especiales para bancarrotas, indica que entre los distintos actores es patente la necesidad de reestructurar la vida institucional económica, pero también política y social del mundo contemporáneo, de manera que permita un funcionamiento global de los mercados.

En el recuento muy apretado que se hizo líneas arriba se destaca que si bien son diversas las preocupaciones por la estabilidad financiera mundial, los programas y las acciones tienden a convertirse en mayores compromisos de los países en desarrollo con el FMI, que es la entidad que puede hacer que las recomendaciones, los acuerdos y los convenios alcanzados en los distintos grupos sean obligatorios. Así lo hace, por ejemplo, cuando establece los criterios de elegibilidad para las líneas de crédito contingente: "En el momento en que se apruebe un desembolso de una línea de crédito contingente, el miembro debe satisfacer los siguientes criterios: las políticas previas y los planes de políticas futuras deben ser tales que se considere poco probable requerir de mayores recursos. El miembro no debe enfrentar un contagio relacionado con dificultades en su balanza de pagos. Los resultados económicos debe haberlos evaluado positivamente el Consejo Ejecutivo [...] y sus políticas deben seguir siendo evaluadas favorablemente. En la evaluación de los resultados económicos de los miembros se tomarán en cuenta los progresos alcanzados por ellos para adherirse a los más importantes estándares aceptados internacionalmente. Los miembros deben tener relaciones constructivas con los acreedores privados y deben haber realizado progresos satisfactorios para limitar la vulnerabilidad externa mediante la administración de la cuantía y la estructura de sus deudas externas y sus reservas internacionales."²⁹

La nueva arquitectura así concebida aparece muy limitada en cuanto al análisis y las propuestas para enfrentar algunos de los problemas que se encuentran en la raíz de la inestabilidad financiera de los últimos casi 30 años; por ejemplo:

1) El problema del endeudamiento externo de las economías en desarrollo que, a pesar de las sucesivas renegociaciones y refinanciamientos, continúa representado una carga incompatible con el desarrollo.

2) Tampoco ofrece propuestas para frenar los movimientos especulativos de capital que, además de no ser una fuente de financiamiento para las economías que los reciben, han sido un elemento de desestabilización y que precipita las crisis financieras.

3) Se estudian los regímenes cambiarios y se mantiene la firme convicción en la libre convertibilidad, aun cuando las sucesivas crisis financieras han mostrado la necesidad de contar con prácticas regulatorias para la entrada y salida de capitales especulativos a fin de frenar la vulnerabilidad de las economías en desarrollo; pero no sólo en éstas, sino también en los países acreedores para limitar las posiciones de elevado riesgo entre sus intermediarios y de riesgo sistémico en sus mercados.

4) La insistencia en la transparencia no ha sido tan amplia como para regular (o invitar a suscribir convenios) la actividad financiera en los centros extraterritoriales (*off-shore*) que continúan siendo receptores de fortunas en búsqueda de discreción o incluso de refugio de fondos procedentes de actividades ilícitas, los cuales lesionan gravemente la estabilidad financiera.³⁰

5) El incremento de recursos del FMI parece insuficiente a la luz de los desembolsos recientes frente a crisis como la de México o la de los países asiáticos, Brasil y Rusia.

6) Los diversos mecanismos de supervisión y de regulación instrumentados no alcanzan a los países acreedores, mientras que las autoridades de estos países y el sector privado son las que influyen notablemente en su diseño.

En resumen, la nueva arquitectura financiera así concebida no asegura las profundas reformas necesarias para evitar crisis financieras sucesivas en el futuro próximo y no presenta respuestas para la construcción institucional de las diversas fórmulas de cooperación financiera internacional imprescindibles para una reforma internacional.³¹ Al parecer avanza en el fortalecimiento de un mundo financiero unipolar, con libertad para la rápida consolidación financiera y la competencia creciente entre conglomerados, en donde los procesos de inversión, ahorro y consumo quedan sujetos a los términos del poder de mercado de un reducido grupo de compañías financieras mundiales. Una nueva arquitectura financiera internacional requiere fortalecer la cooperación entre los estados nacionales que permita la construcción institucional reguladora de los mercados y de las empresas conglomeradas.

Notas al pie

1."La participación porcentual en el mercado de las diez más importantes corporaciones en cada sector en 1998 fue: telecomunicaciones, 86%; pesticidas, 85%; computadoras, casi 70%; medicina veterinaria, 60%; farmacéutica, 35%; comercialización de semillas, 32%." Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo, *Human Development Report, 1999*. Un análisis de la dinámica del fenómeno de la formación de conglomerados puede verse en Gregorio Vidal, "Concentración económica, finanzas y gestión social", en Guadalupe Mántey y Noemí Levy (compiladoras), *De la desregulación financiera a la crisis cambiaria:: experiencias en América Latina y el Sudeste Asiático*, DGAPA y ENEP-Acatlán, UNAM (en prensa).[Regresar a nota 1](#)

2. Allen Berger, "The Consolidation of the Financial Services Industry: Causes, Consequences, and Implications for the Future", Board of Governors of the Federal Reserve System Washington y Wharton Financial Institutions Centers, noviembre de 1998. Ese autor señala que la principal motivación para consolidarse en el sector es la de maximizar el valor de los accionistas mediante el incremento del poder de mercado de las empresas en el establecimiento de precios o la mejora de su eficiencia o el acceso a redes de seguridad.[Regresar a nota 2](#)

3. Eugenia Correa, "Liberalización y crisis financieras", *Comercio Exterior*, vol. 49, núm.1, México, enero de 1999.[Regresar a nota 3](#)

4. Relaciones de financiamiento conforme a una cierta modalidad histórico-concreta de relación banca-industria y presupuesto público, formas de propiedad y de control de los activos y de gobierno corporativo.[Regresar a nota 4](#)

5. Un análisis de las tendencias en los mercados privados de capital y los procesos de fusiones puede verse en Gregorio Vidal, "Las transformaciones de los mercados de capital y el desarrollo de la crisis", *Comercio Exterior*, vol. 49, núm. 2, México, febrero de 1999.[Regresar a nota 5](#)

6. UNCTAD, *World Investment Report*, Ginebra, septiembre de 1999.[Regresar a nota 6](#)

7. Estas cifras proceden del valor de capitalización en los mercados sólo de las empresas que cotizan, con un valor tomado en un punto específico; debe tomarse en cuenta que la cotización puede tener significativas variaciones relativas en poco tiempo. Sin embargo, estas cifras ofrecen un útil indicador de magnitud relativa.[Regresar a nota 7](#)

8. *Forbes*, julio de 1999.[Regresar a nota 8](#)

9. *Business Week*, julio de 1999. Debe señalarse que el volumen de recursos operado por estos grandes bancos no se agota en sus activos, pues intervienen también en el manejo de los recursos que se contabilizan como operaciones fuera de balance (*off-balance-sheet*) que en muchos casos superan el valor de los activos totales.[Regresar a nota 9](#)

10. Fondo Monetario Internacional, *International Capital Markets*, septiembre de 1999, anexo IV, p. 90.[Regresar a nota 10](#)

11. Banco de Pagos Internacionales, *Informe Anual*, mayo de 1999.[Regresar a nota 11](#)

12. Alan Greenspan, *Financial Derivatives*, marzo de 1999.[Regresar a nota 12](#)

13. *Ibid.*, p. 2.[Regresar a nota 13](#)

14. *Ibid.*[Regresar a nota 14](#)

15. *Ibid.*[Regresar a nota 15](#)

16. Banco de Pagos Internacionales, *The Global OTC Derivates Market at the End-December 1988*, 2 de junio de 1999.[Regresar a nota 16](#)

17. Sobre los inversionistas institucionales puede verse: Eugenia Correa, "Inversionistas institucionales en un mercado financiero global", ponencia elaborada para el seminario internacional Desregulación Financiera, Crisis Cambiarias y Financiamiento Multilateral para el Desarrollo,

organizado por el proyecto de investigación Cambios Institucionales en el Sistema Financiero Internacional y sus Efectos en el Orden Monetario Mundial y en las Políticas Económicas de los Países en Desarrollo, México, 1999, en prensa [Regresar a nota 17](#)

18. OCDE, *Financial Market Trends*, noviembre de 1997, p. 34 [Regresar a nota 18](#)

19. *Financial Market Trends*, noviembre de 1997, p. 35. Según esta misma fuente la segunda razón del incremento de la volatilidad de corto plazo es la complejidad de las estrategias de inversión y de intercambio mediante instrumentos derivados. "Crear derivados posibilita que los cambios en las expectativas puedan ser rápidamente trasladados en cambios grandes en los precios y correspondientemente más volatilidad en el mercado..." (p. 35) [Regresar a nota 19](#)

20. El Fondo Monetario Internacional en su reciente informe *International Capital Markets* señala que hay momentos en las crisis financieras de Rusia, Malasia, Sudáfrica, Australia o Hong Kong en que es difícil distinguir entre una actividad especulativa de los fondos de cobertura basada en una evaluación de la estabilidad macroeconómica o en tácticas más agresivas. Afirma igualmente que en esos momentos no es fácil distinguir entre un comportamiento en "manada" de estos intermediarios y prácticas de colusión. Septiembre de 1999, p. 221 [Regresar a nota 20](#)

21. Así, por ejemplo, *Forbes* establece el nivel de ejecución de los fondos mutualistas por medio del Morgan Stanley Capital International's EAFE Index para los fondos accionarios y del J.P. Morgan's Global Bond Index para los fondos en valores de renta fija [Regresar a nota 21](#)

22. OCDE, *Financial Market Trends*, noviembre de 1997, p. 30 [Regresar a nota 22](#)

23. Japón ya no es el mayor tenedor extranjero de bonos del Tesoro estadounidense, como lo fue en los años ochenta; desde 1998 lo es el Reino Unido [Regresar a nota 23](#)

24. Al respecto puede verse el discurso de Laurence H. Meyer, gobernador de la Reserva Federal, 29 de abril de 1998 [Regresar a nota 24](#)

25. En un trabajo previo se advierte que en estructuras de mercado poco competitivas los inversionistas individuales tienen capacidad de influir en el precio de los activos intercambiados en los mercados, de manera que un incremento en el número de grandes inversionistas puede añadir volatilidad a los mercados. Eugenia Correa, "La política monetaria estadounidense y los mercados emergentes de América Latina", *Comercio Exterior*, vol. 45, núm. 12, México, diciembre de 1995, p. 925 [Regresar a nota 25](#)

26. Fondo Monetario Internacional, *Report of the Managing Director to the Interim Committee on Progress in Strengthening the Architecture of the International Financial System*, 24 de septiembre de 1999 [Regresar a nota 26](#)

27. Fondo Monetario Internacional, *Report of the Managing Director to the Interim Committee on Progress in Strengthening the Architecture of the International Financial System*, 24 de septiembre de 1999 [Regresar a nota 27](#)

28. Al respecto se señala que un incremento significativo de la relación entre la deuda externa de corto plazo y las reservas internacionales crea un elevado riesgo de crisis. Sin embargo, en sucesivas crisis, el nivel de deuda de corto plazo se conoce después del estallido, cuando se calculan los recursos necesarios para impedir la suspensión de pagos y se enfrenta un encarecimiento del refinanciamiento, especialmente de este tipo de pasivos [Regresar a nota 28](#)

29. Fondo Monetario Internacional, *Report of the Managing Director to the Interim Committee on Progress in Strengthening the Architecture of the International Financial System*, 24 de septiembre de 1999 [Regresar a nota 29](#)

30. Aunque nadie habla contra la transparencia, la comunidad financiera mundial continúa convencida de las virtudes del "secreto bancario" [Regresar a nota 30](#)

31. Una propuesta de reforma más profunda a la arquitectura financiera internacional puede encontrarse en Grupo de Trabajo del Comité Ejecutivo de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas, *Hacia una nueva arquitectura financiera internacional*, 21 de enero de 1999. Para una propuesta de reforma de las relaciones financieras internacionales puede verse Eugenia Correa, Alicia Girón e Ifigenia Martínez (coordinadoras), *Globalidad y reforma al sistema monetario internacional*, Miguel Ángel Porrúa Editor, México, 1999. Una lectura crítica de las reformas emprendidas puede verse en Martin Mayer, "Risk Reduction in the New Financial Architecture: Realities, Fallacies, and Proposals", Brookings Institution, 1999 [Regresar a nota 31](#)