

Mercados financieros globales: desregulación y crisis financieras

Alicia Girón y Eugenia Correa¹

1. Introducción

La crisis financiera actual pasará a la historia, al igual que la crisis de 1929 como una de las más profundas en la historia del capitalismo mundial. Ha sido caracterizada por Michel Camdessus como la primera crisis global del siglo XXI iniciada en México 1994-1995 y continua con la crisis asiática hacia 1997. Las crisis financieras mexicana y asiática corresponden a procesos de desregulación y liberalización iniciados previamente, en algunos casos desde varios lustros atrás, acompañados de transformaciones en las estructuras productivas y en el comercio internacional que están mostrando límites.

La creciente dificultad de las autoridades financieras de las mayores economías y de los organismos financieros internacionales para frenar los efectos más devastadores sobre la economía mundial dificulta el manejo de las crisis bancarias y financieras. La actual composición institucional de los mercados, la desregulación prevaleciente en éstos y la enorme disponibilidad de liquidez en manos privadas ha limitado incluso la acción concertada de los gobiernos nacionales. Al tiempo que la multiplicación de crisis financieras nacionales ha llevado al agotamiento del modelo de estabilización promovido por el Fondo Monetario Internacional y las políticas económicas de los propios Estados nacionales.

En este trabajo se hace un análisis de las principales transformaciones de los mercados financieros en los últimos veinticinco años. Los cambios que permiten caracterizar un proceso de globalización financiera y que están presentes en la inestabilidad y fragilidad financiera de nuestros días. La apertura financiera ha conducido a la creciente imposibilidad de los estados nacionales para gestionar su moneda y su crédito, llevándole a asumir enormes pérdidas como deudas públicas, en tanto que tampoco parecen éstos avanzar hacia dotarse de los instrumentos necesarios para contener los efectos más devastadores de la inestabilidad monetaria, cambiaria y crediticia. La globalización financiera no ha dado paso a la globalización financiera reguladora, a la configuración institucional nacional e internacional que permita la estabilidad financiera.

Uno de los rasgos característicos del proceso de desregulación financiera ha sido la generación de crisis bancarias. Estas se presentan cuando la administración activa de los balances enfrenta

¹Alicia Girón es Directora del Instituto de Investigaciones Económicas de la Universidad Nacional Autónoma de México, Ciudad Universitaria, Coyoacán C:P:04510. Email: alicia@servidor.unam.mx. Entre sus publicaciones se destaca Cincuenta Años de la Deuda Externa y Fin de Siglo y Deuda Externa: Historia sin Fin. Eugenia Correa es profesora de economía de la misma Universidad. Domicilio: Aguayo 66 El Carmen-Coyoacan 04100 México D.F. Email correa@servidor.unam.mx. Desde hace 20 años se dedica a

problemas para la compensación en moneda extranjera (currency mismatching); concentración de crédito en ciertos sectores (por ejemplo petróleo o bienes raíces) o empresas; elevadas tasas de interés reales durante períodos de menor crecimiento económico; o simplemente elevados niveles de apalancamiento procedentes de rápidos procesos de privatizaciones o adquisiciones; o una combinación de éstos. Por ello, en la segunda parte de este trabajo se hace una lectura de las crisis bancarias.

En la tercera parte del trabajo se hace un recuento del nuevo nivel de concentración que presentan los mercados financieros, con el objetivo de mostrar como las fuentes de liquidez nacional e internacional mantienen un elevado grado de concentración. La propia crisis financiera asiática ha impulsado aún más la concentración, surgiendo verdaderos megaconglomerados financieros multinacionales, llevando a una consolidación global del sector. Concluye este trabajo subrayando la importancia de la gestión estatal sobre la moneda y el crédito, como la vía para alcanzar una relación estable entre el crecimiento de las capacidades productivas y las tasas de interés.

2. Cambios en los mercados financieros

Desde la ruptura de los acuerdos internacionales de Bretton Woods la inestabilidad cambiaria y de las tasas de interés en los mayores mercados financieros ha llevado a verdaderos cambios estructurales en éstos, sin que todavía aparezcan los rasgos característicos de las nuevas estructuras financieras capaces de ofrecer financiamiento estable y de largo plazo imprescindible para la ampliación de las capacidades productivas.

En un estudio reciente del Fondo Monetario Internacional (FMI 1998) se hace una diferenciación de los tipos de crisis subrayando que son las crisis bancarias de los últimos diez años, entre ellas la crisis mexicana y asiática, las que llegan a tener efectos globales y se establece que éstas alcanzan una explicación en el contexto de los procesos de desregulación y liberalización financiera así como la participación de los flujos de capital internacional y la innovación financiera de finales de siglo y principios del siglo XXI.

En esta medida, el restablecimiento de normas cambiarias y la estabilización de las tasas de interés aparecen como elementos esenciales para emprender una etapa de crecimiento económico estable y de largo plazo. Entre los cambios financieros estructurales acaecidos en los últimos 25 años pueden citarse:

El acortamiento de los plazos en depósitos e instrumentos financieros, con el desarrollo de un activo mercado secundario de títulos que ha conducido a una menor distinción entre las distintas

nociones de circulante. "En particular, 'dinero' ha venido siendo menos distinguible de otros pasivos de los intermediarios financieros" (OCDE 1995,10)

El cambio en los fondos bancarios a pasivos con remuneración y procedentes principalmente de los mercados monetarios. El crecimiento de la titulación del crédito, así como el enorme crecimiento de las operaciones fuera de balance de los bancos, en particular con el uso de instrumentos derivados y la administración y el comercio de títulos. Todo lo cual ha cambiado la estructura de los ingresos de los bancos desde márgenes hacia comisiones.

Han venido desapareciendo las fronteras que separaban, ahí donde éstas existían, a la banca de depósito y la banca de inversión. Al tiempo en que la actividad en los mercados de dinero y capitales se fortalece, mientras en crédito declina en los mercados como un todo. Fortaleciéndose la actividad de los fondos de inversión con un alto grado de concentración de activos financieros en manos de unos cuantos administradores que pueden mover grandes volúmenes de activos en muy corto plazo. Desestabilizando monedas y economías tan poderosas con la Gran Bretaña en 1992 o tan pequeñas como la de México o la de Tailandia, Indonesia y República de Corea.

El volumen y el tamaño de las transacciones financieras han crecido rápidamente, el creciente desarrollo de las operaciones bancarias fuera de balance ha estrechado los vínculos entre distintos intermediarios financieros, concentrándose aún más en unos cuantos el manejo de los mercados, con una importante tendencia al fortalecimiento de verdaderos megaconglomerados financieros. Los diez primeros "megabanks" estadounidenses tienen activos de más de 2 600 trillion dollars. (Girón 1998)

Los problemas de supervisión financiera se han vuelto mucho más complejos, mientras que la cualificación de los niveles de riesgo y las posibilidades de intervención de las autoridades financieras se vuelven más difíciles a pesar de la insistencia del Banco de Pagos Internacional y del Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial.

La deuda de los gobiernos ha sido una de las bases más importantes para el crecimiento de los activos financieros, mientras que las tasas de interés ofrecidas por estos instrumentos son el elemento privilegiado para la prosecución de objetivos en materia cambiaria. En particular, los Estados Unidos han debido de mantener tasas de interés en los instrumentos gubernamentales substancialmente más elevadas que Japón y Alemania, con el objetivo de impedir una salida masiva de activos financieros de su mercado y continuar financiando sus posiciones deficitarias.

La incapacidad creciente de los estados nacionales para regular la actividad de grandes conglomerados financieros para supervisar los niveles de riesgo de sus distintas operaciones,

cuestiona toda posibilidad desde las autoridades financieras de frenar una crisis financiera sistémica y ésta ha venido siendo frenada por los crecientes niveles de liquidez generados por los propios intermediarios.

Creer que todas estas transformaciones en los mercados financieros son irreversibles es tan poco realista como el pretender ignorar los profundos cambios que ha operado en la propiedad de los activos y en la competencia monopólica. Al respecto Francois Chesnais señala que: "Declarar que la hipertrofia financiera y su cortejo de males sería 'irreversible' es colocarse dentro de una forma muy sospechosa de determinismo histórico. En un sentido más fuerte, se trataría de atribuir a los procesos sociales, productos de la actividad humana, un estatuto análogo a aquellos de la evolución biológica. Ciertamente, convocar a la idea de 'irreversibilidad' acompañada de la idea de 'realismo' equivale a tomar una posición de justificación del orden establecido..." (Chesnais 1996,30)

Como lo ha mostrado en otros momentos la historia financiera, el retorno a sistemas financieros administrados, en donde la gestión estatal recupere su capacidad de regulación y supervisión de los mercados y los intermediarios financieros es posible. Aun cuando, todavía la intermediación financiera y la creciente fragilidad en los mercados están siendo parte de los procesos de ruptura de los términos de reparto del excedente y de la riqueza y el nuevo reparto económico del mundo aún no concluye.

Desde la ruptura de Bretton Woods, la desaparición de los tipos de cambio fijos y del oro-dólar como referencia básica, ni los gobiernos nacionales ni los organismos financieros internacionales encuentran una salida a la problemática que aqueja tanto a países desarrollados como en desarrollo por lograr una senda del crecimiento que elimine las continuas crisis financieras, bursátiles y bancarias en las que día a día incurren más países.

Es inminente la necesidad de un nuevo marco institucional y regulatorio de los mercados financieros capaz de contener la inestabilidad financiera y limitar los daños sobre la capacidad productiva, el crecimiento y la creación de empleo. El paradójico mundo en el que vivimos nos obliga a buscar respuestas. Cuantas veces nos hemos preguntado, ¿por qué tanta insistencia sobre la insuficiencia del ahorro, cuando el volumen de capitales en los mercados financieros crece cada año dos o tres veces por encima de la producción?. O bien, ¿por qué aumenta el número de pobres en el mundo, justamente cuando hemos alcanzado un enorme dominio de la técnica y de la ciencia aplicada a la actividad económica?. ¿Por qué encontramos elevadas tasas de desocupación acompañadas de crecientes necesidades de alimentación, educación y salud no satisfechas?.

¿Por qué la tendencia a la globalización se está acompañando de una creciente exclusión de la gran mayoría de los pueblos sin acceso a educación, servicios de salud, o energía eléctrica?. Globalización y exclusión no hacen una mezcla prometedora. Los avances en el proceso de globalización nos han mostrado que nuestro mundo es uno solo, compartimos el mismo medio ambiente, las crisis financieras y sus efectos económicos y sociales.

En estos momentos en que el siglo y el milenio concluyen se presenta la oportunidad, en muchos campos del conocimiento y de la vida social en el mundo, de evaluar los logros y emprender nuevas metas que ofrezcan caminos y soluciones. También ha sido ocasión para recuperar los debates sobre desarrollo económico, sobre su naturaleza y particularmente sobre la pertinencia y contenido de una política de desarrollo.

La idea evolucionista y natural del proceso económico fue rebasada, cuando la propia crisis de los años veinte y treinta la cuestionó profundamente, la crisis financiera internacional contemporánea nuevamente la reprueba. "La idea de desarrollo no comparte la noción de naturalidad y de espontaneidad que encierra la concepción evolucionista, ni la de mutación gradual y continua. Por el contrario, el desarrollo exige transformaciones profundas y deliberadas, cambios estructurales e institucionales..." (Sunkel y Paz 1970, 24)

3. Crisis bancarias y globalización financiera

Como se señala en la introducción las crisis bancarias se han multiplicado durante los últimos 15 años acompañando al proceso de desregulación financiera internacional, tanto en países desarrollados, como en vías de desarrollo y en transición. Estas se presentan cuando la administración activa de los balances enfrenta problemas para la compensación en moneda extranjera (currency mismatching); concentración de crédito en ciertos sectores (por ejemplo petróleo o bienes raíces) o empresas; elevadas tasas de interés reales durante períodos de menor crecimiento económico; o simplemente elevados niveles de apalancamiento procedentes de rápidos procesos de privatizaciones o adquisiciones; o una combinación de éstos.

Las recientes crisis bancarias son resultado de la desregulación y liberalización de los sistemas financieros nacionales y el incremento en la competencia en el sector financiero. Pueden ser precedidas de crisis monetarias, crisis de endeudamiento externo, crisis bursátiles y o crisis sectoriales. Las quiebras bancarias en Tailandia, Indonesia, República de Corea y en Japón, así como las que se presentaron en los bancos de Escandinavia al inicio de los noventa y en América Latina: México, Argentina, Brasil, y Venezuela desde mediados de la década, quizás son las más sobresalientes de los últimos años. Sin embargo, no debe olvidarse la quiebra de las sociedades de ahorro y préstamo en Estados Unidos durante los ochenta que costó a la Reserva Federal 500 mil millones de dólares, ni las crisis bancarias en España, Gran Bretaña y Chile en esos años.

La competencia de los bancos con otros intermediarios financieros y la pérdida de importancia del papel que la banca comercial había desempeñado tradicionalmente, el incremento de las operaciones fuera de balance (off-balance-sheet) amén de la participación de nuevos instrumentos financieros están llevando a una rápida transformación y conglomeración sectorial.

En gran medida muchas de las crisis bancarias recientes son resultado de la mayor competencia en mercados crecientemente integrados a escala mundial, así como de la participación de los intermediarios no bancarios. Sin embargo, en el caso de los países en desarrollo y de las economías en transición se presenta una desventaja relativa en tanto que sus fuentes de liquidez están vinculadas a patrones monetarios relativamente débiles.

Los diferenciales en las tasas de interés mantenidas para alcanzar cierta estabilidad cambiaria, inducen a elevar la composición en moneda extranjera de los pasivos bancarios e incluso de empresas no bancarias. Muy rápidamente un movimiento de los capitales de corto plazo, que ingresan atraídos por los diferenciales en las tasas de interés y la relativa estabilidad cambiaria, abandonando el mercado local, precipita el desbalance monetario en los bancos y la incapacidad de pago en las empresas no bancarias.

A lo anterior hay que agregar la búsqueda de instrumentos más rentables en mercados de dinero y de capitales crecientes y la tendencia al descenso de las tasas de inversión y de crecimiento en el entorno mundial.

La nueva competencia a escala mundial que acompaña a la desregulación financiera modificó los métodos tradicionales de financiamiento y refinanciamiento e los países deudores hacia la titulación del crédito. Al mismo tiempo que la bursatilización y la privatización de empresas fue abriendo espacios rentables para la expansión de los servicios financieros no bancarios. Así, la creciente afluencia de capitales, de corta maduración hacia los mercados emergentes creció de manera extraordinaria desde fines de la década de los ochenta hasta mediados de los noventa. Los flujos netos de capital a los países en desarrollo, países en transición y economías recientemente industrializadas representaron 767 mil millones de dólares durante el periodo 1994-1997; los países en desarrollo 655.3 mil millones de dólares; América 164.7 mil millones de dólares y Asia 295.6 mil millones de dólares. Sin embargo para el presente año Asia únicamente recibirá 1 500 mil millones de dólares en tanto que América 71.7 mil millones de dólares. Si bien, los flujos de capital en economías abiertas son fuente del financiamiento también son causa de las nuevas modalidades de las crisis financieras y particularmente de la crisis asiática en estos momentos. En la medida que los programas de ajuste mejores las variables macroeconómicas de República de Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia tendrán una situación superavitaria y

en el plazo de dos años recuperarán el crecimiento, pero esto no contempla el costo social implícito de dichas medidas de política económica y el efecto social cuyo ejemplo más notable es Indonesia.

Estos mercados se constituyeron en fuentes de colocación con atractivos rendimientos, aprovechando la liquidez y las oportunidades de arbitraje y de la diversificación de los portafolios de inversionistas institucionales, fondos de pensiones y mutualistas, compañías de seguros, casas de corretaje y bancos de inversión. Los flujos netos de capital privado en promedio anual, durante 1990-1996 fueron de 148.1 mil millones de dólares, de éstos 131.2 correspondieron a países en desarrollo. Entre 1994 y 1997, en total, estos países recibieron 655.3 mil millones de dólares. La región asiática recibió 45.1 por ciento aproximadamente y la región latinoamericana recibió el 38.9 por ciento. La solidez o fragilidad de un sistema bancario son resultado de políticas macroeconómicas y estructurales que permiten o no una estrecha correlación entre el sector financiero y el aparato productivo. En América Latina los procesos de liberalización comercial y financiera no han sido exitosos, precisamente porque no han contribuido a la elevación de las tasas de inversión y de crecimiento y por el contrario han elevado los costos de financiamiento y precipitado crisis bancarias y financieras. Ejemplo de ello ha sido Chile a principios de los ochenta; Brasil, Venezuela, México y Argentina en años recientes.

Por ello, en América Latina se admite que, independientemente de sí los sistemas bancarios están o no adecuadamente reglamentados y supervisados, son vulnerables a los cambios macroeconómicos. Así, éstos son susceptibles a cambios en la demanda de moneda nacional o en los flujos de capital externo, pudiendo socavar la capacidad de los bancos nacionales para enfrentar sus compromisos.

El costo fiscal de las reestructuraciones bancarias o de los rescates bancarios ha sido altísimo con relación al producto interno bruto, tan sólo en República de Corea representa 33.0 por ciento, en Japón 31.0 por ciento y en México se ubica entre 12 y 15 por ciento del PIB. Sin embargo, los costos de una crisis bancaria son más amplios, al costo fiscal de la reestructuración del sector financiero se agregan el efecto de ésta en el nivel de la actividad económica y la incapacidad de los mercados financieros de funcionar eficientemente durante un largo plazo. A manera de síntesis, varios elementos se deben considerar:

Después de la caída en los préstamos internacionales en la "crisis de deuda" de los ochenta, los mercados financieros reiniciaron su expansión hacia las economías emergentes a través de instrumentos bursátiles y títulos de mayor liquidez y riesgo. La generalizada titulación de activos dota de una mayor liquidez incluso a la inversión directa, borrando en gran medida su distinción con las colocaciones de cartera en términos de su impacto en las cuentas externas. (Kregel 1998)

La desregulación y liberalización financiera en los diferentes sistemas financieros nacionales inició como consecuencia de la necesidad incrementar los márgenes de intermediación y las comisiones de los bancos nacionales y la propia titulación del crédito ha llevado a la expansión tanto de las actividades fuera de balance como de los intermediarios financieros no bancarios.

A escala mundial algunos países elevan la participación de los flujos de capital con la colocación extranjera de cartera; dicho incremento y los rendimientos que estos flujos obtienen superan con creces el ritmo de crecimiento económico de los países. Generando así, un fenómeno asimétrico entre la tasa del crecimiento económico y la tasa de remuneración de las colocaciones financieras.

La integración y globalización financiera hacia un mercado único, homogéneo, permanente e ininterrumpido de 24 horas al día, es resultado de la revolución tecnológica en las comunicaciones pero tienen sus orígenes desde la ruptura de Bretton Wood. La recuperación de la preeminencia del dólar en la economía internacional a través de un significativo diferencial de las tasas de interés no ha afectado profundamente su dinamismo debido a la desregulación de su mercado financiero interno y al amplio desarrollo de la innovación financiera. (Correa 1998)

La etapa de administración y final resolución de las crisis bancarias tanto en los países Asiáticos, como en los latinoamericanos, apenas se inicia. Las distintas medidas tomadas por los gobiernos se encaminan, según los lineamientos del FMI, hacia la quiebra y disolución de algunos bancos señalados como insolventes, la garantía de los depósitos (hasta ahora de manera irrestricta), y el traspaso de los costos del rescate a los erarios públicos.

Todo ello se acompaña de una reforma de los institutos supervisores, del marco jurídico legal para dar paso a una eficiente regulación sobre quiebras y, de igual manera, reducir el alcance del seguro de depósito. La participación de los estados nacionales en la propiedad de los intermediarios bancarios se plantea en todo caso como transitoria (bancos puente), permitiéndose en el corto plazo la recompra de los bancos ya saneados por bancos solventes, principalmente extranjeros. Asimismo, se avanza sobre la configuración de empresas liquidadoras, a la manera de la resolución estadounidense de las Sociedades de Ahorro y Préstamo, permitiendo con ello un rápido cambio en la propiedad de las empresas nacionales enfrentadas a la insolvencia.

La historia muestra que las crisis bancarias son de muy lenta resolución. La capacidad económica para enfrentar una masa de liquidez en depósitos vinculados a préstamos a agentes económicos insolventes, toma mucho tiempo y eventualmente reajustes estructurales muy profundos. En todo caso, la astringencia monetaria agrava las posibilidades de enfrentar estas crisis bancarias y conduce a la insolvencia a los prestatarios, como también a los propios bancos. La carga fiscal de los rescates compromete una parte creciente e importante de los presupuestos públicos mermados también por la propia contracción económica. Una solución progresiva y que permita

un rápido crecimiento económico con empleo requiere de la presencia de muy distintas fuerzas políticas comprometidas con el desarrollo.

4. Concentración en los mercados financieros

La participación relativa de los intermediarios financieros en los distintos mercados también se ha modificado en los últimos años. Tanto respecto a la mayor presencia de intermediarios financieros no bancarios, como al origen nacional de los intermediarios. En cuando a los bancos, en los años ochenta Japón tuvo el más alto ritmo de crecimiento de los activos bancarios externos y domésticos, al punto en que desplazaron a los grandes bancos estadounidenses de la lista de los mayores.

En muchos países el sistema bancario está dominado por unos cuantos bancos grandes. La participación de los cinco bancos más grandes de los activos bancarios totales es de alrededor de 40 por ciento en Argentina, 50 por ciento en India y 60 por ciento en Tailandia y México, 13% en Estados Unidos, 27% en Japón, 17% en Alemania, 47% en Francia, 29% en Italia, 57% en Gran Bretaña, 65% en Canadá, 50% en Suiza, 49% en España, en la gran mayoría de estos países la concentración es mayor a la existente en 1980 ¿Qué la desregulación financiera y el nuevo marco competitivo que ésta impulsa favorece la conglomeración de los servicios financieros?

Ejemplo de ello es la vinculación entre el Chase Manhattan con Chemical Bank y una serie de fusiones bancarias en Estados Unidos; la unión de Bank of Tokyo y Mitsubishi Bank, o la más reciente asociación entre Citicorp y Travelers.

Estas fusiones perfilan una nueva etapa de consolidación bancaria en Estados Unidos y en el mundo. Apuntan los ámbitos en los que ha de configurarse la nueva estructura de poder financiero de los intermediarios que operan a escala mundial, amén de la nueva estructura de mercado, los servicios y la intermediación financiera que se configura a partir de la crisis financiera manifestada en América Latina y en Asia.

Los bancos japoneses en 1995-1996, por la magnitud de sus activos (sin considerar las operaciones fuera de balance), llegaron a ser 7 de los 10 mayores bancos del mundo. Los cinco mayores bancos japoneses reportaron activos por más de 2.4 billones de dólares, con lo que solamente estos cinco sumaban alrededor del 8.5% de los activos bancarios mundiales. Esta gran expansión de la banca japonesa también reflejó la revaluación del yen frente al dólar en los años ochenta y la mayor presencia de dicha moneda en los mercados internacionales. Sin embargo, hacia finales de los años noventa frente a la revaluación del dólar y la profunda crisis financiera japonesa, los intermediarios financieros de dicho país han debido reestructurar sus operaciones tanto en el mercado doméstico como internacional.

La configuración de megaconsorcios con las fusiones financieras de los primeros meses de 1998 está cambiando muy aceleradamente este panorama con una tendencia al reposicionamiento de los intermediarios financieros estadounidenses en los mercados, incluso en el sudeste asiático.

Los cinco mayores bancos alemanes reportaron en 1995-1996 activos por más de 1.6 billones de dólares, lo que significa cerca del 5.7% de los activos bancarios mundiales. Mientras que los cinco más grandes bancos estadounidenses manejan activos por 1 billón de dólares, el 3.6% de los activos bancarios mundiales.¹ Sin embargo, solamente la reciente fusión de Citycorp con Travelers constituirá por sí sola un consorcio con activos superiores a los 740 mil millones de dólares.

El descenso en la posición relativa de los bancos estadounidenses en el mercado doméstico e internacional presente en los años ochenta y parte de los noventa está siendo muy rápidamente revertida. Las megafusiones en curso aunadas a la ampliación de su participación relativa en los "mercados emergentes", está conduciendo a un nuevo posicionamiento de estos intermediarios en muy corto plazo.

La segmentación de los intermediarios financieros en los Estados Unidos resultado de la regulación de los años treinta, impulsó el desarrollo de intermediarios financieros no bancarios. Los activos bancarios estadounidenses en 1994 representaban el 23% de total de activos financieros en ese país, mientras que en Japón y Alemania estos eran el 79% y el 77% respectivamente. (Banco de Pagos Internacionales 1996,126)

Así, la presencia estadounidense y del dólar en los mercados financieros debe ser evaluada considerando la presencia de otros intermediarios no bancarios. Hacia 1993, la participación en los activos mundiales de los fondos de inversión de los Estados Unidos alcanzó a ser de casi el 50%. Considerando tanto los activos bancarios como los manejados por los fondos, los Estados Unidos tenían en ese año el 21% del mercado mundial, sólo superado por el Japón con el 24%, Alemania el 4.3%, mientras que Francia y Reino Unido con el 6.8% y 3.6% respectivamente. (Barth et al. 1996)

El amplio desarrollo de los fondos de inversión en especial en los Estados Unidos se ha sustentado principalmente en la titulación del crédito, la incorporación al mercado de capitales de empresas locales y extranjeras, éstas últimas a partir de un número de desregulaciones. Los propios bancos estadounidenses participan de la expansión de los fondos de inversión, diversificando sus actividades y constituyendo verdaderos conglomerados financieros, todo ello facilitado por desregulaciones específicas como autorización de compañías subsidiarias de los

Bank holding companies, la creación de subsidiarias de la sección 20 que se inicia en abril de 1987, o la paulatina revocación de la Ley McFadden.

La inminente nueva crisis financiera internacional procedente de la insolvencia de bancos y de empresas en países desarrollados como Japón o República de Corea y en países en desarrollo como Indonesia, Malasia, Tailandia, Sudáfrica, etc. o en países en transición como Rusia no ha podido ser atemperada, como en los años previos, por diferentes intervenciones de los gobiernos, como la participación, concertada o no, de sus bancos centrales en los mercados de divisas, la presencia de recursos estatales para limitar los descensos en las bolsas.

El elemento que había venido frenado en mayor medida el desencadenamiento de una crisis de mayor envergadura fue el extraordinario crecimiento de la liquidez internacional lograda con el desarrollo y penetración de los productos derivados. Sin embargo, en estos meses y frente a la agudización de la crisis en agosto de 1998, su presencia fragiliza aún más los mercados con una significativa incapacidad de las autoridades financieras para frenarla.

El mercado de productos derivados reinició su rápido desarrollo en los últimos años de la década de los ochenta. Hacia 1996 se estima que acumularon un monto de principal subyacente de 55.7 billones de dólares. (United States General Accounting Office 1996a) Su explosivo crecimiento ha venido siendo parte del ascenso en los mercados bursátiles de mundo, y en 1995-1996 fue acompañado de un extraordinario incremento de los préstamos bancarios internacionales. Más de la mitad de las operaciones en el mercado organizado se efectúan en los Estados Unidos, el 17% en Japón y el 21% en Europa.

En los mercados de derivados, los grandes bancos y las casas de bolsa de Estados Unidos, Japón, Francia, Gran Bretaña, Alemania y Suiza son los dominantes y los intermediarios medianos y pequeños tienden a ser los usuarios finales.²

Existe una alta concentración, 15 miembros de la International Swaps and Derivatives Association sumaban el 93.6% de la actividad en derivados de los bancos comerciales. De estos 15, 6 de ellos (Banker Trust, Bank of America, Chase, Chemical, Citicorp y Morgan) se les describe como los "ruling world derivatives", ya que suman el 89.5% de los derivados detentados por los 15. (Sinkey, Hiles y Carter, 1995,2)

El mercado de productos derivados en el mundo está controlado básicamente por unos cuantos intermediarios. Existe "...una alta concentración en las actividades de productos derivados. Hoy en día, no más de 50 instituciones mundiales dominan el negocio con el grueso de la actividad sumada por un número mucho más pequeño" (Witschi y Holzer 1995,5).

Los cambios en el mercado financiero estadounidense ha también llevado a una dinámica altamente concentradora del crédito y de la liquidez privada. Los 10 mayores Bank holding companies (BHC) controlaban en 1984 el 17.4% de los depósitos bancarios, en 1994 esta participación se incrementa al 25.6%. (United States General Accounting Office 1996b, 23) Según las estadísticas publicadas por la revista The Banker los 11 mayores bancos concentran en 1995 el 30% de los activos totales. En número de instituciones bancarias declinó de casi 36 mil en 1980 a casi 24 mil en 1995 (sin considerar uniones de crédito), los diez más grandes incrementaron su nivel de concentración del 14% al 21% de los activos totales. Las fusiones y adquisiciones en el sector han venido creciendo, así el valor de éstas en 1989-1990 fue de 37.8 mil millones de dólares y alcanzó en 1995-1996 los 82.5 mil millones de dólares. A pesar del renovado dinamismo de las fusiones y adquisiciones en los años noventa, este proceso de consolidación del sector proseguirá por varios años más. (Banco de Pagos Internacionales 1996)

En lo que toca a los inversionistas institucionales, éstos incluyen a los fondos mutuos, pero también a los fondos de pensión privados y a las compañías aseguradoras. Los Estados Unidos concentran casi el 50% de los activos totales mundiales manejados por dichos fondos, le sigue Francia con el 12% y Japón con el 11%, Luxemburgo y Alemania suman otro 11%. (Barth et al 1996)

Soló en los Estados Unidos, en 1993 estos inversionistas se estima administraban activos por más de 8 billones de dólares, alrededor del 125% del producto y hacia 1996 dicha cifra podría superar los 13 billones de dólares, esto es el 180% del producto. (Farnetti 1996, 192)

Una de las firmas controladora de fondos más importante es Fidelity Investment quien hacia principios de 1996 maneja activos por cerca de 416 mil millones de dólares. Solamente los fondos mutuos, unos 5 600, se estimó que hacia finales de 1995 manejaban activos por 2.5 billones de dólares. Así, posiblemente alcanzaran en 1998 los 3 billones de dólares.

Los inversionistas institucionales, particularmente los estadounidenses han tenido un papel destacado en la entrada y salida de capitales a los mercados financieros de los países de los llamados mercados emergentes. En el caso de México han estado presentes principalmente: Fidelity, Scudder, Merrill Lynch, Oppenheimer, Putman Funds Management, March and McLennan Co., Soros Fund Management, Salomon Brothers Inc., Nomura Securities Co., Weston Bank; pero también otros administrados por bancos como JP Morgan, CS First Boston y CityCorp. (Correa 1997)

Los propios bancos comerciales estadounidenses operando como BHC han venido ampliando sus

operaciones de banca de inversión a través de las filiales de la sección 20. Las autoridades financieras nuevamente ampliaron su posibilidad de comprometerse en actividades de comercio de títulos al inicio de 1997.

La penetración de los bancos extranjeros en América Latina es sorprendente. Por ejemplo, Citibank tiene activos por 28 mil millones de dólares en 26 países y el Banco de Boston por 14 mil millones de dólares en seis países. Banco Santander concentra bancos que se encuentran entre los diez bancos más importantes de países como Argentina, Colombia, México, Perú y Venezuela. El Banco de Nueva Escocia tiene la opción del control de dos de los bancos más grandes en Argentina y México además tiene participación en Chile, Perú y Venezuela y en dos bancos de Centroamérica. El BCH y su socio estratégico, Banco Comercial Portugués, tienen en un banco comercia de México. Citibank recientemente abrió su estrategia de adquisiciones de bancos en América Latina. De la misma forma, el Banco de Boston anunció recientemente la adquisición del Deutsche Bank de Argentina con posibilidades de ser el segundo banco más grande del país y poder estar mejor equipado para las futuras entradas de capital extranjero.

La aguda competencia entre los intermediarios financieros en la formación de activos de alta remuneración en las más diversas denominaciones monetarias está conduciendo a elevar la concentración y centralización en grandes conglomerados financieros, sin que ello signifique necesariamente mejorar su posición competitiva. Por ejemplo, el precio de las acciones bancarias en países como los Estados Unidos, Alemania, Italia, Finlandia, Noruega, Holanda, España, Suiza y Suecia son menores a los niveles alcanzados en 1980. Las ganancias como porcentaje de los activos han caído del nivel que alcanzaron en 1980 en países como Japón, Francia, Gran Bretaña, Finlandia, Noruega y España. Mientras que los ingresos diferentes a los intereses cobrados por el crédito otorgado se han elevado significativamente desde 1980 para los bancos de países como: Estados Unidos, Francia, Gran Bretaña, Canadá, Holanda, Finlandia, Noruega, Suecia y España. Con lo cual el crédito propiamente va cediendo lugar en las operaciones bancarias por el comercio de títulos.

Todo ello no ha conducido necesariamente a una mayor eficiencia por cuanto a la disponibilidad de recursos suficientes, estables y de bajo costo para la inversión. Las tasas reales de interés han tendido a elevarse sustancialmente en las mayores economías en los años noventa y desde el inicio de los años ochenta se mantienen muy por encima del ritmo de crecimiento económico en el grupo de las economías más desarrolladas. Las elevadas tasas reales de interés, junto con las sobretasas por los diferentes riesgos (cambiario, sistémico, moral, etc.) derivadas de la creciente fragilidad e inestabilidad financieras, se alejan del crecimiento de la productividad y de la capacidad de pago de muchas de las empresas, en particular de aquellas que operan en los mercados de países con monedas débiles.

La creciente participación de intermediarios financieros extranjeros en los países en vías de desarrollo no conduce necesariamente a una mayor disponibilidad de recursos para el financiamiento productivo local estable y de bajo costo, en virtud de que su operación por si misma no reduce las sobretasas por riesgo cambiario, ni garantiza un descenso de los márgenes bancarios. En México, por ejemplo, su posicionamiento en el mercado está enfocado a los servicios corporativos, limitadamente al crédito al consumo y a los fondos de inversión. Su rentabilidad estará muy determinada tanto por la ampliación de su participación en el mercado corporativo, como por su participación en el mercado cambiario y de dinero. Su presencia es creciente en particular como proveedor de fondos en moneda extranjera a la banca local, constituyéndose así en un elemento determinante del costo del financiamiento tanto en moneda nacional como extranjera. Así, los bancos nacionales no sólo van perdiendo posicionamiento en el mercado local, sino también la posibilidad de imponer en el mercado su propia estrategia de gestión de activo y pasivos.

El riesgo de pérdida del control nacional sobre el sistema de pagos procede así de dos vertientes, por un lado, la incapacidad de la banca local de, a través de la reestructuración y del refinanciamiento, devolver la capacidad de pago a los acreditados bancarios insolventes y por el otro lado, el ascenso de los intermediarios financieros extranjeros que van imponiendo paso a paso su propia estructura de márgenes y costos en el operar del sistema bancario como un todo.

5. Estado y mercado: un estable financiamiento para el desarrollo

En el contexto de la libertad del movimiento de capitales, la elevada concentración de las fuentes de liquidez nacional e internacional en manos de agentes privados, no ha llevado a una recuperación sostenida y de largo plazo del financiamiento del desarrollo y si por el contrario impulsa un nuevo nivel de competencia que conduce a una desnacionalización de sus sistemas financieros y refuerza las condiciones de transferencia del ahorro generado localmente hacia la remuneración de capitales característicamente de muy corto plazo y con altas expectativas de rentabilidad. Sin solucionar tampoco, cuando menos en el corto y mediano plazo, los problemas de fragilidad financiera suscitados por la enorme diferencial entre las exigencias de remuneración de éstos y los incrementos en la productividad y la rentabilidad locales. Lo cual continúa expresándose, incluso con mayor fuerza, en quiebras y disolución de intermediarios financieros locales y nacionales, ahí donde hayan resistido el primer embate de la crisis bancaria.

Nuevamente, la lógica de esta movilidad internacional de capitales acompañada de esta elevada concentración financiera se impone como traslado en la propiedad de los activos e incluso de los recursos fiscales de los estados nacionales. Sin que todo ello se exprese en un flujo de financiamiento estable y de bajo costo para el incremento de las capacidades productivas locales

y del empleo.

Ciertamente, una vez que el proceso de penetración de la intermediación financiera extranjera de elevada concentración haya avanzado sustancialmente y los procesos de privatización y de incorporación al mercado financiero de las mayores empresas locales se hayan sucedido a través del reparto de los mercados locales entre las mayores corporaciones internacionales, el problema de la estabilidad cambiaria podrá ser manejado a través de procesos de integración monetaria. Sin embargo, el curso de la fragilidad e inestabilidad financiera impone un elevado costo de destrucción de las capacidades productivas y del empleo, sin esperanza de recuperación en el corto y mediano plazo.

La apertura y liberalización financiera en economías como las así llamadas de los "mercados emergentes", o la presente en los países en transición, o incluso en economías desarrolladas como la japonesa, pone en entredicho la soberanía monetaria. (De Brunhoff 1996; Kregel 1996)

La reciente crisis financiera internacional pone en evidencia la imposibilidad de las autoridades financieras locales para enfrentarla y la necesidad de recurrir a la Reserva Federal estadounidense y al Fondo Monetario Internacional como prestamistas de última instancia.

Cuando la coherencia de los espacios productivos nacionales ha sido quebrada, los términos del financiamiento quedan supeditados a la dinámica de los mercados financieros internacionales y en particular al dólar estadounidense, igualmente las referencias en términos de ganancia y precios están vinculadas a aquel. Sin embargo, un amplio volumen de transacciones y activos productivos, incluyendo los salarios, permanecen regidos y son efectuados en términos de las monedas locales, lo que conduce a un proceso deflacionario que acompaña al sobreendeudamiento y al deterioro de la relación cambiaria.

Todo lo cual permite señalar que en el curso del proceso de integración, aquellos espacios así liberalizados, de permanecer la presente trayectoria, culmina en una integración monetaria más acabada, sólo en la medida en que algunos sectores claves a la expansión transnacional de las corporaciones, en particular de aquellas vinculadas al dólar estadounidenses pasen a constituir parte de sus activos. (Correa 1998)

Por ahora, el traslado de parte importante de los recursos fiscales a la esfera de distribución de la renta financiera, así como el avance en las privatizaciones, adquisiciones y fusiones son parte del interés de los megaconglomerados financieros. En gran medida, para que dicha estrategia prospere serán imprescindibles cambios en los marcos jurídicos locales, así como una mayor desregulación en los mercados financieros, incluyendo el estadounidense. Por ello, la trayectoria

en el futuro inmediato del proceso de globalización financiera, que incluye la integración monetaria, está sobredeterminada por la forma particular en que en el terreno de la política se diriman algunos de los principales conflictos. Conflictos que en lo que toca a la relación Japón-Estados Unidos tienen que ver con el avance de la liberalización y apertura financiera y reformas a la legislación financiera.

La apertura y desregulación financiera en curso significan para muchos países no sólo cesión de soberanía y pérdida de control sobre la política monetaria, sino también y muy especialmente, la pérdida de la capacidad de utilizar el excedente, movilizar sus recursos y ampliar el crédito para el proceso de acumulación. Se trata, por tanto, de un problema económico y político, cuando el financiamiento de la acumulación pasa a ser conducido desde otro espacio político.

La apertura y liberalización de los mercados financieros ha sido el punto fundamental para el rompimiento de una forma particular de competencia y de distribución del excedente. Las estructuras locales de precios, productividad y rentabilidad son replanteadas, dando origen a un proceso de conglomeración internacional en muchos de los sectores productivos, como telefónica y telecomunicaciones, automotriz, electrónica, energía y petróleo, etc.

Conglomeración crecientemente incompatible con las estructuras institucionales de gestión política y social en los estados nacionales, alejándose de las expectativas democráticas de los pueblos que crecientemente demandan participar en la construcción de su futuro.

De ahí la importancia económica, política y social de construir nuevos términos de cooperación para el desarrollo, en donde la cooperación para la estabilidad financiera internacional sea una prioridad.

5. Conclusiones

La crisis asiática y las repercusiones de las caídas de las bolsas a escala internacional en octubre de 1997 y en los meses de abril y agosto de 1998 señalan la antesala de una crisis económica como la de los años treinta que cuestiona la política económica hegemónica, los flujos de capital internacional y a los propios organismos financieros y el sistema monetario internacional. La reciente desaceleración de las economías de China y de los Estados Unidos durante el segundo trimestre de 1998, las expectativas depresivas en el Japón, las consecuencias de las crisis bancarias y la insolvencia de múltiples deudores gobiernos y empresas cuestiona la viabilidad de las políticas hasta ahora instrumentadas y pone a la orden del día la necesidad de una reforma profunda de las relaciones financieras internacionales. La falta de una regulación prudencial, y la integración productiva a escala mundial, comandada por los conglomerados transnacionales deja a los Estados nacionales en una franca debilidad para lograr un desarrollo económico estable que

garantice un crecimiento sostenido y una mejor distribución del ingreso y un mejor empleo.

Notas

1. Aunque cabe destacar que esta estadística está construida considerando solamente los activos bancarios y no toma en cuenta las operaciones fuera de balance que se han desarrollado de manera significativa por todo el mundo bancario, pero particularmente en los Estados Unidos.
2. En lo que toca a los bancos estadounidenses un estudio encontró que los bancos usuarios (tanto en posición de usuarios finales como de intermediarios) tienen débiles posiciones de capital, gran crecimiento de activos, mayores cargos sobre préstamos netos, pagan más ganancias como dividendos y usan más notas y bonos para fondear activos. (Sinkey, Hiles y Carter 1995, 2)
- 3.

Referencias

Banco de Pagos Internacionales. 1996. Informe Anual, Basilea.

BARTH, R. J. et al. 1996. "Commercial Banking Structure, Regulation and Performance: An International Comparison", International Trade and Finance Association Sixth International Conference, May, San Diego, California.

CHESNAIS, F. Coordinador. 1996. La Mondialisation Financière. Syros, París.

CORREA, E. (1997) "Foreign Portfolio Investment and Mexican Financial Crisis", Journal of Emerging Markets. St. John University, New York.

CORREA, E. 1998. Crisis y Desregulación Financiera. Siglo Veintiuno Editores, México.

DE BRUNHOFF, Suzanne. 1996. "L'instabilité Monétaire Internationale", in Chesnais 1996.

FARNETTI, R. 1996. "Le rôle des fonds de pension et d'investissement collectifs anglo-saxons dans l'essor de la finance globalisée", in Chesnais 1996.

Perspectivas de la Economía Mundial. Fondo Monetario Internacional (FMI). 1998. Washington.

GIRÓN, A. 1998. "Crisis Financiera del Sudeste Asiático: Mutaciones Financieras y Crisis Bancarias" por aparecer en Comercio Exterior, México.

KREGEL, J. 1996. "Some Risks and Implications of the Financial Globalization for National Policy Autonomy", UNCTAD Review, Ginebra.

KREGEL, J. 1998. " Flujo de capitales, fragilidad e inestabilidad financiera en el desarrollo económico". Girón A. y Correa E. (coordinadoras) Crisis Financiera: Mercado sin Fronteras. Ediciones El Caballito, México

The New Financial Landscape. Organization for Economic Co-operation and Development (OECD) 1995. París.

SINKEY, J., HILES, E., CARTER, A. 1995. "The Determinants of Hedging and Derivatives Activities by U.S. Commercial Banks", American Finance Association Meeting, Washington.

SUNKEL, O. y PAZ, P. 1970. El Subdesarrollo Latinoamericano y la Teoría del Desarrollo. Siglo Veintiuno Editores, México.

United States General Accounting Office. 1996a. Bank Oversight Structure, Washington.

United States General Accounting Office. 1996b. Financial Derivatives, Noviembre de 1996, Washington.

WITSCHI, D. y HOLZER, S. 1995. "The rise of new markets - some characteristic.", Economic and Financial Prospect, Swiss Bank Corporation.. Ginebra.