

## «Un sistema financiero internacional en transición: integración y vulnerabilidad»<sup>1</sup>

Los intensos flujos de capitales hacia la economía estadounidense, que en 2001 recibió más de dos tercios de las exportaciones netas de capitales internacionales, han contribuido a que muchas empresas de otros países industrializados se hayan convertido en copropietarias de compañías estadounidenses. Como consecuencia de este proceso, hemos asistido a una creciente simetría de los resultados empresariales y a una mayor sincronización de los ciclos económicos. Este fenómeno no sólo se advierte entre las principales economías de la OCDE, sino también con los países en desarrollo. Esta mayor integración aumenta la vulnerabilidad ante las crisis económicas y financieras, como se ha puesto de manifiesto en la última década. Para facilitar la gestión y mejorar la anticipación de futuros episodios de crisis se hace necesaria una mayor inserción de las economías en desarrollo en la esfera internacional condicionando los procesos de apertura y liberalización financiera de dichas economías a la disposición de las instituciones nacionales con la calidad suficiente y la reforma de las instituciones financieras internacionales.

*AEBetako ekonomiara bideratu diren kapital fluxu handiek —2001. urtean nazioarteko kapitalen esportazio garbietatik bi herenak jaso baitzuten— beste herrialde industrializatuetako enpresa asko AEBetako enpresen jabeak bihurtzen lagundu dute. Prozesu horren ondorioz, enpresen emaitzak gero eta antzekoagoak dira eta ekonomiaren zikloak gero eta baterago gertatzen ari dira. Fenomeno hau ez da soilik OCDEko herrialdeen artean ikusten, garapen bidean dauden herrialdeen artean ere hautematen delako. Integrazio maila handiago honek ekonomi eta finantza krisien aurreko arriskua areagotu du, azken hamarkadan agerian geratu denez. Kudeaketa errazteko eta etorkizuneko krisialdiak hobeto aurreikusteko beharrezkoa da garapen bidean dauden ekonomiak nazioarteko esparruan gehiago sartzea, ekonomia horien finantza irekiera eta liberalizazioa nahiko kalitatea duten nazio erakundeekin gaitasunera eta nazioarteko finantza erakundeekin erreformara baldintzatuz.*

The intense flows of capital toward the American economy, which in 2001 received over two-thirds of net exports from international capitals, have contributed to the fact that many companies in other industrialised countries may have become co-owners of American companies. As a consequence of this process, we have witnessed a growing symmetry in entrepreneurial results and a greater synchronisation of economic cycles. This phenomenon is not only visible in the main OECD economies, but also within developing countries. This greater integration increases vulnerability to economic and financial crises, as has been seen over the last decade. To facilitate management and to improve anticipation of future crisis episodes it is necessary to have a greater insertion of developing economies in the international level. This would condition the processes of financial opportunity and liberalisation of such economies in view of the organisation of national institutions with sufficient quality while bearing in mind the reform of international financial institutions.

<sup>1</sup> Publicado en *Claves de la Economía Mundial*, 2003.

## ÍNDICE

1. Introducción
  2. Liberalización financiera y ascenso de los mercados de capitales
  3. La capacidad de atracción de EE.UU.
  4. Burbujas, purga bursátil y traumas empresariales
  5. Evolución de la bolsa de Nueva York (Índice Standard&Poors 500)
  6. Consideraciones finales
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: Finanzas internacionales, integración, vulnerabilidad, crisis, liberalización, especulación.  
Clasificación JEL: E51, E52, E58, G15

### 1. INTRODUCCIÓN

Durante los primeros años del siglo veintiuno se están manifestando algunas de las implicaciones de la convergencia de dos dinámicas de cambio que presidieron la economía mundial en la década final del anterior: la conducente a una creciente integración financiera internacional y la intensificación de las aplicaciones empresariales derivadas de las tecnologías de la información y de las comunicaciones. Con orígenes aparentemente autónomos, ambas han mostrado su estrecha complementariedad contribuyendo a reforzar esa tendencia a la unificación del espacio económico y financiero que, para bien y para mal, preside la transición al nuevo siglo. Para bien, porque de las aplicaciones derivadas del aumento de la capacidad de computación y la creciente conectividad, se derivan ganancias de eficiencia y posibilidades de difusión del conocimien-

to que permiten aumentar los niveles de bienestar de quienes acceden a esas tecnologías. Para mal, porque como en toda fase de intensa discontinuidad tecnológica, la avidez por la apropiación de esas ganancias de eficiencia, las expectativas de crecimiento de los beneficios asociadas a las mismas, provoca excesos, fundamentalmente financieros, cuyas implicaciones adversas se ven notablemente reforzadas por esa dinámica de globalización, muy explícita en su dimensión financiera. Exponentes de ese primer conjunto de implicaciones se manifiestan de forma clara en tasas de crecimiento de la productividad de aquellas economías que propiciaron la asimilación de esas tecnologías, EE.UU. y el norte de Europa, de forma destacada; las manifestaciones de las implicaciones adversas, a través de intensas perturbaciones financieras y pérdidas de riqueza, fácil y rápidamente contagiables, son menos selectivas, sumiendo

al conjunto del mundo en episodios de frecuentes crisis, tanto más inquietantes, cuanto menos adecuadas son las respuestas políticas e institucionales a las mismas. Los intentos por configurar un hábitat institucional acorde con los riesgos derivados de esa más intensa movilidad internacional de los capitales, a través de esa nueva «arquitectura financiera internacional» que se enunciara tras la crisis del sureste asiático siguen en gran medida inéditos.

El análisis de ambas dinámicas, en particular de sus principales resultados, es el objetivo de las reflexiones que siguen. No es la primera vez que el autor aborda el análisis del proceso de integración financiera y la naturaleza de las transformaciones a que dio lugar la extensión de las tecnologías de la información y de las comunicaciones, pero sí lo es en el tratamiento conjunto de los mismos con el fin de ilustrar la absoluta complementariedad existente entre la dinámica de globalización financiera y la conectividad propiciada por la red.<sup>2</sup>

## 2. LIBERALIZACIÓN FINANCIERA Y ASCENSO DE LOS MERCADOS DE CAPITALES

Los fundamentos en los que se asienta la aceleración del proceso de integración financiera internacional que tuvo lugar durante los noventa fueron establecidos en la década anterior. La extensión de la liberalización de las transacciones de capital, la intensidad de la dinámica de innovación financiera, en particular a través de los mercados de derivados y, el igualmente

creciente protagonismo de los mercados de capitales frente a los sistemas bancarios y, en consecuencia, el ascenso de los inversores institucionales, siguieron las guías trazadas en la segunda mitad de los ochenta. La consolidación de esas bases, la presunción de irreversibilidad en la liberalización de los movimientos de capital y la apertura al exterior de un número creciente de sistemas financieros, impulsan en estos años el crecimiento de la actividad financiera internacional, cuya manifestación más expresiva es la expansión de los flujos brutos de capital y, en particular, su distanciamiento de los correspondientes flujos netos: con cifras del FMI (2001), en el año 2000, los primeros llegan a multiplicar por seis a los segundos. La consecuencia no puede ser otra que un impacto creciente en los precios de los activos financieros y, desde luego, en una creciente volatilidad de los mismos. En definitiva, una autonomía creciente de la cuantía y dirección de los flujos internacionales de capital respecto de las necesidades concretas de financiación de los déficit por cuenta corriente de los países.

La actividad de los mercados de divisas apoya desde hace muchos años esa perspectiva de distanciamiento creciente de las transacciones financieras internacionales de la estricta cobertura de las necesidades de financiación de las transacciones reales de los países. En la revisión trianual que lleva a cabo el Banco de Pagos Internacionales (BIS 2002) desde 1989 se destacan algunos aspectos de interés para la comprensión de algunas de las transformaciones que se han operado en la escena financiera internacional. La más destacada, sin duda, es la supresión, formalmente a partir de principios de 1999, de doce monedas en Euro-

---

<sup>2</sup> Ontiveros (1997), (2000) y (2001) son algunos de los más recientes trabajos al respecto.

pa y su sustitución por el euro; esa eliminación de transacciones bilaterales, tanto en operaciones al contado como a plazo y en derivados, ayudan a explicar ese descenso en el volumen transaccional global del mercado de cambios, hasta los 1,2 billones de dólares en abril de 2001 frente a los 1,5 billones registrados en el mismo mes de 1998, frenando la continua expansión desde que la revisión se lleva a cabo; en 1989 el volumen transaccional del mercado, a los tipos de cambio vigentes en abril de 2001, no superaba los 570.000 millones de dólares. Un crecimiento en todo caso, suficientemente ilustrativo de esa autonomía de la circulación financiera, tanto más significativa cuanto más apoyada se encuentra en la expansión de las distintas modalidades de los denominados instrumentos derivados.

Con todo, lo más destacado en los noventa es, además de la, controvertida por precipitada, incorporación de los países menos desarrollados a esa dinámica, la alteración en la importancia relativa de los flujos de capital que vehiculan esa creciente interdependencia financiera internacional: el mayor peso de los instrumentos de transferencia de propiedad de las empresas frente a la financiación bancaria internacional o las emisiones de bonos.

Todas las categorías de instrumentos que integran la «posición de inversión internacional» de los países (los activos y pasivos financieros de los residentes frente al resto del mundo: inversiones directas en el exterior, inversiones de cartera, en bonos y en acciones, e instrumentos derivados) registran un importante crecimiento. El valor de esa posición internacional con relación al PIB, aunque con un notable grado de dispersión según los países, ha registrado incrementos espectaculares

a lo largo de la década de los noventa, ilustrando la movilidad internacional sin precedentes en los flujos de capitales, y la resultante interdependencia financiera entre los países<sup>3</sup>. Por el alcance de sus implicaciones, los instrumentos articulados en inversiones directas y de cartera en acciones, expresivas de una también sin precedentes movilidad internacional de la transferencia de propiedad de las empresas, merecen la pena ser destacados.

Las adquisiciones de empresas, ya fueran directamente o a través de procesos de privatización (dominantes en países en desarrollo), y las fusiones transfronterizas, han sido las vías a través de las cuales se ha materializado esa interdependencia global en la transición al nuevo siglo. A diferencia de lo ocurrido durante los ochenta la mayoría de los flujos de capital a las economías consideradas emergentes se han canalizado a través de inversiones directas y de cartera, aunque ciertamente declinantes a partir de la sucesión de los episodios de crisis que afectaron a la practica totalidad de las regiones emergentes: Asia, Rusia y gran parte de América Latina, desde 1997.

### 3. LA CAPACIDAD DE ATRACCIÓN DE EEUU

Esas transferencias de propiedad han sido cuantitativamente más importantes en el seno de las economías s avanzadas, las integradas en la OCDE. Las empresas más importantes de todos los países sin excepción se han hecho más globales no

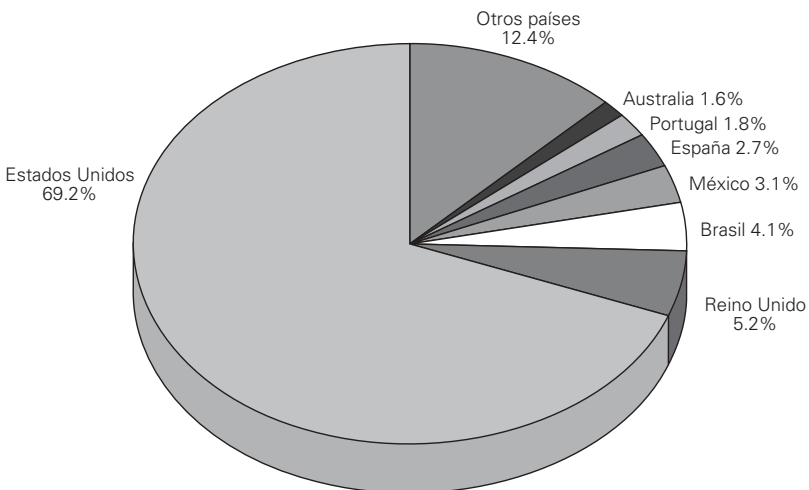
<sup>3</sup> Una de las estimaciones más recientes y completas del grado de integración financiera internacional se encuentra en Lane y Milesi-Ferreti (2002).

solamente como consecuencia de la internacionalización de sus propias actividades, sino mediante la internacionalización de su base de capital, ya fuera directamente por la participación de otras empresas o a través de inversores institucionales, cuya importancia relativa no ha dejado de crecer en los últimos años. A lo largo de la década de los noventa, los activos gestionados por inversores institucionales se duplicaron ampliamente hasta superar el equivalente al PIB mundial. Un crecimiento tal, además de incorporar oportunidades en todas las regiones del mundo, también lleva asociados nuevos y más intensos riesgos. El aumento de la volatilidad es la consecuencia de esa cada vez más evidente concentración de activos en las carteras de un relativamente reducido número de inversores, cuyas implicaciones llegan a un número mayor de merca-

dos y de países. No es necesario aclarar que son los países con mercados de capitales más amplios y con mayor volumen de capitalización los que muestran un mayor grado de integración internacional, al igual que son los que presentan un mayor grado de protección al inversor y, en definitiva, una mayor calidad de las instituciones.

Los fundamentos de ese proceso de transferencia internacional de la propiedad de las empresas, además de la intensificación de la competencia sobre una base global, hay que localizarlos en las desiguales posibilidades de crecimiento en los distintos países y la igualmente dispar dotación de ventajas comparativas de las empresas en juego. Sobre estas bases hay que entender la destacada capacidad de atracción de capitales por EE.UU. en los años finales

Gráfico n.º 1: Principales importadores de capital en 2001



Fuente: FMI (2003).

del siglo pasado y los primeros del presente: el periodo en el que la economía americana afianza sus ventajas en la absorción de las innovaciones que dan lugar a la sociedad del conocimiento.

En 2001 la economía estadounidense absorbió, según el FMI (2003), el 69,2% de las exportaciones netas de capital de todo el mundo (eso es lo que representó el déficit por cuenta corriente americano sobre el total de los superávits de los países excedentarios), frente al ya importante 64% de un año antes; en el periodo 1992-97 esa proporción no excedió del 35%. Los flujos netos que llegaron a EE.UU. en 2000 por todos los conceptos superaron los 400.000 millones de dólares, de los que más de 300.000 fueron como inversiones de cartera, la mayoría de ellos, conviene tenerlo en cuenta, procedentes de Europa. Dentro de la categoría de inversiones de cartera, las materializadas en acciones, alcanzaron en términos brutos (compras, sin descontar ventas) los 3,6 billones de dólares, una suma seis veces superior a la registrada en 1996. Las inversiones directas alcanzaron en ese año los 150.000 millones de dólares, de las que la mitad fueron operaciones de fusiones y adquisiciones, con un papel igualmente activo de inversores europeos.

#### **4. BURBUJAS, PURGA BURSÁTIL Y TRAUMAS EMPRESARIALES**

Son cifras que dan cuenta de la atracción que seguía ejerciendo esa economía sobre el resto del mundo al final de la década prodigiosa, tanto más significativas cuanto que es en marzo de ese año 2000 cuando tiene lugar el pinchazo de la burbuja bursátil largamente nutrida en los

valores de mayor riesgo, aquellos representativos de la nueva revolución en torno a las tecnologías de la información y las comunicaciones. La extensión de esa intensa purga a las acciones de empresas representativas de la economía tradicional tampoco fue obstáculo suficiente para que esa economía siguiera atrayendo el ahorro del resto del mundo, como si los inversores extranjeros estuvieran anticipando el carácter circunstancial de esas correcciones bursátiles o, en todo caso, el más vinculante poder de las ventajas comparativas que seguirían exhibiendo las empresas americanas, una vez superada esa inflexión en los mercados de acciones.

Es en ese año, en todo caso, cuando se da por concluida una de las fases de expansión más intensas de la historia de aquella economía, acompañada por crecimientos sin precedentes en la creación de empresas, en el crédito, en los precios de los activos inmobiliarios y bursátiles y en la inversión en capital fijo y tecnológico. Exponentes algunos de ellos comunes, aunque ciertamente menos intensos, a otras economías, no sólo aquellas más activas en la asimilación de las innovaciones tecnológicas propias de la «nueva economía».

La década de los noventa concluye con una intensa «americanización» de la economía y de las finanzas mundiales, no solo por que la demanda de aquella economía hubiera sido la responsable de buena parte del crecimiento mundial, sino porque un número importante de empresas del resto de los países industrializados, habían pasado a ser propietarias o copropietarias de empresas estadounidenses. No ha de extrañarnos a la luz de esas transformaciones la mayor intensa

sincronía cíclica que se percibe en la transición al nuevo siglo en el seno del Grupo de los Siete y, desde luego, la simetría en los resultados financieros, principal exponente de la integración financiera internacional.

De esto último existe evidencia suficiente en el aumento de la correlación entre los índices bursátiles de los mercados de acciones de los principales países. Así, con datos del FMI (2001), la correlación entre los precios de las acciones en Europa y en EE.UU. aumentó desde 0,4 a mediados de los noventa hasta 0,8 en 2000. A esa más estrecha sincronía en el comportamiento de los principales mercados de acciones no es ajeno el desarrollo de las tecnologías de la información, las mayores posibilidades que ofrece Internet para operar globalmente y en tiempo real a un coste decreciente, accesible no sólo a los operadores profesionales. Un paso cuya importancia es difícil de minimizar en esa dirección hacia la configuración de un mercado de capitales verdaderamente global.

La culminación a partir de 1999 del proceso de unificación monetaria de Europa, contribuye de forma determinante al avance de la integración financiera internacional, manifestada en todos los mercados relevantes. Desde luego en los de divisas, como ya hemos visto, pero también en los de bonos y acciones. En estos últimos dejan de ser tan relevantes como en el pasado las diferenciaciones de los valores por razón del país de origen de las empresas, para pasar a cobrar una mayor significación el sector en el que operan las correspondientes empresas. La geografía pierde importancia, deja paso a los factores que configuran una industria a escala global. Las empre-

sas, especialmente las que operan en diversos países y, muy particularmente, las que cotizan en diversos mercados de acciones, dejan de ser tener en su partida de nacimiento sus principales señas de identidad.

Otros factores que en estos años han contribuido al afianzamiento de esa mayor interdependencia financiera son la creciente delegación de la gestión de las posiciones de riqueza financiera en un número cada vez menor de gestores profesionales, de inversores institucionales, con capacidad para incidir en la formación de precios y, en todo caso, para provocar esa agudización de la volatilidad que caracteriza a los mercados de capitales, particularmente a los de acciones. La disposición de similares técnicas de gestión entre los gestores de carteras, la globalización de la cultura financiera y de las herramientas analíticas, también favorece esos «comportamientos de rebaño» con los que en no pocas ocasiones se reacciona a determinadas informaciones.

Para bien y para mal la escena financiera internacional se configuró en la última década conforme a los impulsos del liderazgo tecnológico y empresarial estadounidense. Las implicaciones adversas de esa estrecha interdependencia han venido de la mano de los excesos en los que aquel sistema ha incurrido en esos años y en los factores autónomos de riesgo que sus propias autoridades han creado a través de la generación de tensiones internacionales cuyas consecuencias económicas también se han globalizado. La explosión de la burbuja bursátil, la emergencia de serios escándalos empresariales y la invasión de Irak son los más sobresalientes.

El 10 de marzo de 2000 es considerado el final de aquella larga fiesta financiera en torno a los valores más representativos de la «nueva economía». Con el desplome del índice del mercado Nasdaq, refugio de los valores tecnológicos y de mayor riesgo, concluye una de las etapas de mayor creación de riqueza de la historia, pero también de excesos, de exuberancia y distanciamiento de la racionalidad. Una de esas manifestaciones fue la persistente elevación de los precios de las acciones amparadas en las excepcionales expectativas generadas por las tecnologías de la información y de las comunicaciones. Expectativas que no se limitaban solo a la extensión de esas ganancias de eficiencia a numerosas empresas, sino a su impacto indefinidamente favorable sobre los desequilibrios macroeconómicos. La presunción era ambiciosa: las amenazas inflacionistas propias de la excesiva prolongación de toda fase expansiva, de las tensiones habituales en el mercado de trabajo, encontraban en el singular crecimiento de las ganancias de productividad el necesario elemento balsámico. Hasta tal punto que algunos respetables analistas llegaron a considerar que estábamos a punto de controlar los ciclos económicos: esa suerte de inevitable maldición recurrente que pesa sobre las economías de mercado. Sobre expectativas tales, comunes muchas de ellas a las que rodearon otras fases de intensa innovación tecnológica, no era de extrañar que fueran los mercados de acciones los que anticiparan la continuidad de la bonanza. Que los correspondientes índices bursátiles desafiaran las más elementales leyes de la gravedad financiera, como las que expresan la relación entre las cotizaciones de las acciones y los beneficios esperados de la empresa correspondiente (el

conocido PER), parecía justificado a tenor de la inmensidad de las compensaciones: de la singularidad de la trascendencia económica de lo que se estaba viviendo. Tampoco faltaron respetables analistas que anticiparon un Dow Jones en 36.000, despreciando las advertencias de sobrevaloración y exuberancia irracional, por las que caminaban los mercados de acciones en EE.UU. y, dado el grado de integración financiera internacional en casi todo el mundo.

Los mercados de acciones se habían distanciado de la realidad, al menos de la imaginable con algo de sensatez o racionalidad. Se estaba alimentando una burbuja, en los términos de la caracterización aportada por Kindleberger (1987): un proceso continuo de bruscas elevaciones en el precio de un activo o en un rango de activos, en el que la elevación inicial genera expectativas de incrementos adicionales atrayendo nuevos compradores —por lo general especuladores— más interesados en los beneficios derivados del mero intercambio del activo que en su utilización o la de la capacidad derivada del mismo. No eran esas desviaciones del precio de un activo del considerado su valor fundamental —esas «manías»— fenómenos nuevos; como el propio Kindleberger nos ha mostrado en sus completos análisis de las crisis financieras, desde la tantas veces evocada especulación de los tulipanes en la Holanda de 1636 o la generada por las expectativas asociadas al ferrocarril en la Inglaterra de 1846-1847, hasta la más reciente asociada a las posibilidades de Internet, esas escaladas de precios irracionales han acompañado a no pocas fases de intensa innovación, en las que la realidad parecía marginarse de las valoraciones al uso.



Gráfico n.º 2: **Evolución de la bolsa de Nueva York  
(Índice Standard&Poors 500)**

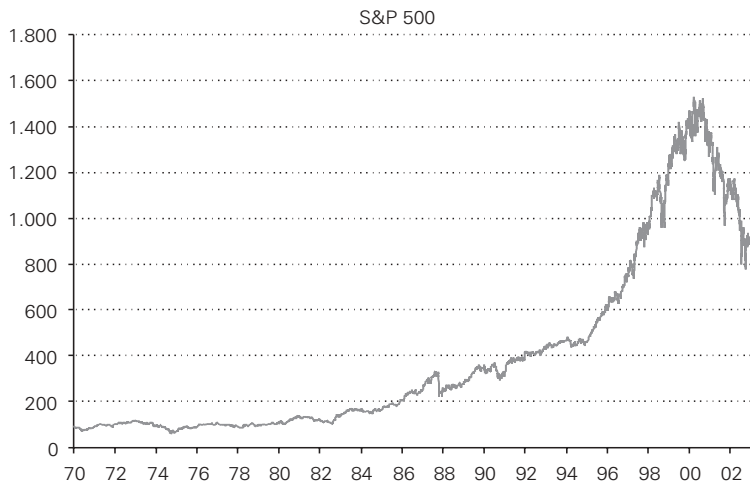


Gráfico n.º 3: **Evolución Índice NASDAQ**

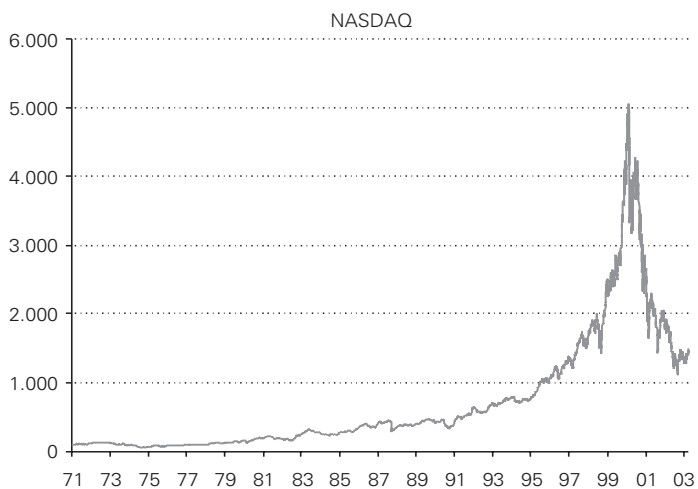


Gráfico n.º 4: **Evolución Índice DAX alemán**

La euforia en torno a los valores más prototípicos de la «nueva economía», fue advertida por algunos estudiosos de los mercados de acciones como Robert Shiller (2000), pero su premonición calificada, de «exuberancia irracional», aunque atendida por cualificadas autoridades como el propio Presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, apenas fue tomada en cuenta por la inercia dominante en el mercado, que seguiría alimentando esa burbuja que hacía tiempo dejó de ser exclusivamente estadounidense. La integración financiera internacional extendió la fiebre, casi con igual rapidez con la que a partir del primer trimestre de 2000 se extendió su definitiva explosión.

Tres años después de ese retorno a la realidad, tres años de continuas pérdidas de riqueza financiera, la percepción de vulnerabilidad no ha desaparecido. La re-

saca de aquella euforia sigue condicionando las decisiones de inversión en todo el mundo, desde luego en EE.UU. La alimentación de la burbuja coexistió con un aumento igualmente destacado de la inversión que sigue avalando la percepción de exceso de capacidad y, con lo que quizás sea ahora más inquietante, con una elevación igualmente destacada de los precios de los activos inmobiliarios, sobre cuya sostenibilidad surgen dudas razonables en varios países.

A la digestión de aquellos excesos se destinaron medidas de estímulo de la actividad y de suavización de los costes del endeudamiento ciertamente excepcionales. Las políticas monetarias apoyadas en la ausencia de tensiones inflacionistas (gracias a la extensión de esas nuevas tecnologías más eficientes y a una más intensa competencia internacional) han

conducido los tipos de interés a niveles históricamente bajos en la totalidad de los países industrializados. Las políticas presupuestarias, por su parte, se han adecuado de forma desigual a ese entorno de menor crecimiento que sucedió a la purga financiera y al consiguiente deterioro de la solvencia de sectores empresariales claves, desde las telecomunicaciones hasta las aseguradoras. En EE.UU., el superávit legado por la administración demócrata se ha convertido en 2003 en un déficit que seguirá reclamando la presencia del ahorro del resto del mundo, aunque ofreciendo un menor atractivo que el existente en los felices noventa.

Como si se tratara de no dejar lugar a dudas acerca de la singularidad de los episodios que estaban caracterizando la escena financiera internacional de la transición al nuevo siglo, también con origen en EE.UU., el mundo tuvo que sufrir dos nuevos traumas adicionales: los derivados de los atentados terroristas del 11 de septiembre y de sus respuestas por la administración americana y esas enmiendas a la totalidad del sistema económico que constituyeron los escándalos empresariales a partir del caso Enron. No fueron episodios aislados. Es cierto que de las 16.000 compañías cotizadas en bolsa en EE.UU. solo unas pocas alcanzaron notoriedad en sus escándalos, al menos la suficiente para que sus responsables acabaran encausados judicialmente, pero las anomalías fueron significativas; en especial las relacionadas con el manejo de las políticas de remuneraciones de los ejecutivos. Muchos fallaron: contables y auditores, analistas, abogados, reguladores y legisladores a la hora de asegurar la fidelidad de los estados financieros y el libre flujo de información veraz a los mercados.

Piezas básicas de esa exportación del modelo americano en las que se ha afianzado el proceso de integración financiera internacional en la última década.

## 5. CONSIDERACIONES FINALES

A tenor de las perturbaciones y convulsiones de distinta naturaleza que han tenido lugar en la economía y en las finanzas internacionales durante los últimos diez años, los desenlaces podrían haber sido mucho peores. Contemplar lo acaecido desde finales de los noventa obliga necesariamente a destacar, en primer lugar, la resistencia del sistema a convulsiones tan intensas y diversas como las experimentadas en estos años. De todas ellas emergen varios denominadores comunes que debería contribuir a asentar unas mejores condiciones de habitabilidad del sistema financiero internacional. El primero de ellos, la dificultad para anticipar episodios de crisis financieras, de diverso tipo; dado el elevado grado de integración internacional alcanzado, esa dificultad se extiende a la neutralización del contagio de esas perturbaciones al resto del mundo. El mundo, también en su dimensión financiera, sigue exhibiendo una profunda asimetría entre la extensión de la interdependencia y la capacidad de gobernanza global. Una brecha que, lejos de invitar a la reversión, debería propiciar dos conjuntos de actuaciones. La más urgente y, a estas alturas, la más consensuada: facilitar, que no precipitar, la inserción en la escena financiera internacional de los países en desarrollo. Ello implica necesariamente, como ha reconocido hace poco el propio FMI, condicionar los procesos de apertura y liberalización financiera a la disposición de las institucio-

nes nacionales con la calidad suficiente para, cuando menos, sortear algunas de las implicaciones adversas derivadas de esa creciente unificación del espacio financiero internacional.

Esa mayor prudencia en los procesos de apertura, así como la correspondiente mejora de las técnicas y políticas de prevención de crisis financieras, no ha de excluir la necesaria reforma de las propias instituciones financieras interna-

cionales. El diseño de una «nueva arquitectura financiera internacional» sigue siendo un enunciado válido, pero su contenido no puede limitarse al previsto tras las crisis financieras de 1997. El mundo está hoy mucho más integrado que entonces, es financieramente global, y, como hemos visto en este rápido recorrido por los últimos años, no sólo son los países menos desarrollados los causantes de las amenazas a la estabilidad financiera mundial.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2002): *Triennial Central Bank Survey. Foreign exchange and derivatives market activity in 2001*, Mars.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2001): *International Capital Markets. Developments, Prospects and Key Policy Issues*, Washington, Agosto.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2003): *Global Financial Stability Report*, Washington, Mars.
- KINDLEBERGER, Charles, P. (1987): «Bubbles», en *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, MacMillan, London (También aparece en la edición del correspondiente *Dictionary of Money & Finance* de 1992).
- LANE, Philip R. y Gian Maria MILESI FERRETTI (2002): *International Financial Integration*, FMI, Third Annual Research Conference, November.
- ONTIVEROS, Emilio (1997): *Sin Orden ni Concierto. Medio siglo de relaciones financieras internacionales*, Escuela de Finanzas Aplicadas, Madrid.
- ONTIVEROS, Emilio (2000): «Globalización y Soberanía Económica», *Moneda y Crédito*, n.º 210.
- ONTIVEROS, Emilio (2001): *La Economía en la Red*, Editorial Taurus Digital, Madrid.
- SHILLER, Robert J. (2000): *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.