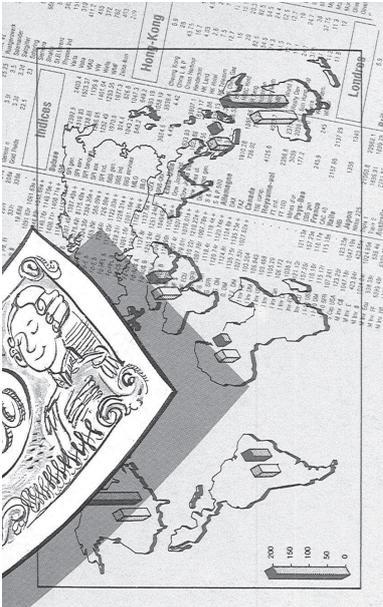


fph

fondation pour le progrès de l'homme



mercados financieros, ¿una expectativa defraudada?

Paul DEMBINSKI
Alain SCHOENENBERGER

El Observatorio de las Finanzas

DOSSIER
POUR
UN
DEBAT 24 ter
septembre
1993

mercados
financieros:
¿ una expectativa
defraudada ?

*La **Fondation pour le progrès de l'Homme (FPH)** es una institución regida por la reglamentación suiza, creada en 1982. Su acción y reflexión están centradas en los lazos entre acumulación de conocimientos y progreso de la humanidad, en siete campos: futuro del planeta, encuentro de culturas, innovación y cambio social, relaciones entre Estado y sociedad, agriculturas campesinas y modernización, lucha contra la exclusión social, construcción de la paz. Junto a interlocutores de diversos orígenes (asociaciones, administraciones públicas, empresas, investigadores, periodistas...), la FPH anima un debate sobre las condiciones de producción y de movilización de conocimientos al servicio de aquellos que no tienen acceso a ellos. La FPH organiza encuentros y programas de trabajo conjunto, propone un sistema informatizado de intercambio de información, apoya trabajos de capitalización de experiencias, y publica o co-publica libros y documentos.*

*Desde 1993, el programa **Futuro del Planeta** contribuye a la difusión de la **Plataforma por un mundo responsable y solidario**. A partir de este documento, elaborado a lo largo de siete encuentros continentales realizados en 1992 y 1993, la FPH busca -junto a los firmantes de esa Plataforma y a otras instituciones- construir una **alianza por un mundo responsable y solidario**, con el fin de multiplicar las iniciativas de hombres y mujeres que en las diversas regiones del mundo actúan por vivir en paz en un mundo de diversidad.*

En esta perspectiva, la FPH contribuye a los trabajos del Observatorio de las Finanzas.

*Los autores son especialistas en materia de economía y finanzas, dirigen conjuntamente **Eco'Diagnostic**, instituto independiente de estudios económicos en Ginebra, asumen al mismo tiempo la dirección operacional del Observatorio de las Finanzas.*

© FPH 1995

Serie "DOSSIERS POUR UN DÉBAT", n° 24 ter

(Ver, al final, la lista de "Dossiers pour un débat" publicados.)

Difusión : La librairie FPH, 38 rue Saint-Sabin 75011 PARIS

Diseño de la tapa : Vincent Collin

MERCADOS FINANCIEROS: ¿UNA EXPECTATIVA DEFRAUDADA?

Paul Dembinski
Alain Schoenenberger

Traducción :
Luis Ramirez-Daza
Vilma Molfino

EL OBSERVATORIO DE LAS FINANZAS

INDICE

A MANERA DE INTRODUCCION.....	7
1. El Análisis.....	7
2. Lo que se ha constatado.....	9
2.1. Observaciones generales.....	9
2.2. Los mercados financieros.....	11
2.3. Las Bolsas de Valores en los países en vías de desarrollo.....	12
2.4. Las Bolsas de Valores en los países en transición.....	13
3. Lo que está en juego.....	14
4. Reconocer los desafíos: Primer paso.....	16
PARTE I	
GLOBALIZACION DE LOS MERCADOS FINANCIEROS.....	19
1.1. Introducción.....	19
1.2. Globalización del sistema financiero.....	21
1.3. Innovaciones en los mercados financieros.....	23
1.4. Economía de endeudamiento y economía de mercado.....	26
1.5. El rol macroeconómico de los mercados financieros.....	28
1.6. Las dimensiones del sector financiero.....	30
1.7. Bolsa y coyuntura.....	32
1.8. Discriminación contra las pequeñas y medianas empresas.....	35
1.9. Mercados financieros y regulaciones.....	37
1.10. Los mercados financieros en el desarrollo y en la transición.....	39
PARTE II	
MERCADO FINANCIERO E INVERSION PRODUCTIVA.....	43
2.1. Introducción.....	43
2.2. Los términos del dilema.....	44
2.3. Los precios y el crecimiento: Divorcio?.....	48
2.4. Concentración en los mercados bursátiles.....	51
2.5. Contribución al PBN de las empresas que cotizan en la Bolsa.....	53
2.6. Mercados financieros e inversión productiva.....	56
2.7. Cómo se financian las empresas?.....	59
2.8. La Bolsa: Gestión del patrimonio o asignación de recursos?.....	63

PARTE III	
MERCADOS FINANCIEROS EN EL DESARROLLO	
Y EN LA TRANSICION.....	65
3.1. Introducción	65
3.2. Los mercados financieros emergentes.....	67
3.3. Bolsas locales y desarrollo: Un aporte controvertido	76
3.4. La inversión en cartera en las bolsas emergentes: Beneficio o perturbación?.....	83
3.5. Contribución de las Bolsas de Valores de la OCDE a la inversión directa.....	86
3.6. La Bolsa en la transición: La experiencia de Varsovia.....	92
 EL OBSERVATORIO DE LAS FINANZAS.....	 99

A MANERA DE INTRODUCCION

1. EL ANALISIS

En el otoño de 1991, la *Fundación para el Progreso del Hombre* solicitó al instituto independiente de investigación económica *Eco'Diagnostic* analizar el rol y la función que cumplen los mercados financieros en la economía actual. Meses más tarde un informe preliminar titulado "La Bolsa: Una expectativa defraudada?" fue objeto de discusión por un grupo de profesionales, académicos y usuarios de los sistemas financieros en un encuentro en Ginebra. En esa oportunidad, tomando en consideración el interés que despertaron los trabajos presentados, se decidió iniciar un debate más amplio que permitiera un mayor intercambio de información sobre el tema.

En setiembre de 1992, un folleto titulado "Mercados Financieros - Una expectativa defraudada?" publicado en francés y en inglés fue distribuido a unas 10,000 personas a través del mundo. Un cuestionario adjunto invitaba a los lectores a dar su opinión sobre los conceptos contenidos en el folleto. Durante los tres meses siguientes, se recibieron alrededor de 250 respuestas--en diversas formas--provenientes de usuarios del sistema financiero, de expertos en finanzas y regulaciones financieras, y de académicos interesados en el tema.

Las opiniones vertidas en esa oportunidad confirman la impresión inicial respecto a que los mercados financieros evolucionan sin que nadie se pregunte el por qué de dicha evolución. Las respuestas subrayan el interés en el camino emprendido y favorecen su prosecución. El objetivo del primer folleto, correspondiente a la primera parte de la presente publicación, era delinear un cuadro bastante general del estado y las implicancias del proceso de "globalización financiera". Aún a ese nivel las diferencias de lenguaje aparecen claramente: entre aquéllos que respondieron a nuestro cuestionario hay muy pocos banqueros--como si la cuestión no correspondiera a sus preocupaciones, como si el lenguaje no los tocara. Por el contrario, fueron numerosas las respuestas de parte de autoridades de regulación, de empresas y medio académicos.

El análisis crítico de las respuestas, los contactos personales con algunos lectores, las discusiones profundas con otros, nos llevaron a

replantear la obra concentrando la atención en la relación entre los mercados financieros y la inversión productiva. Es así que en abril de 1993 un segundo folleto sale de la prensa, reproducido en la Parte II de la presente publicación. Por medio de este nuevo análisis tratamos de obtener respuestas a las preguntas planteadas anteriormente. El propósito del estudio toca problemáticas habitualmente analizadas por diferentes disciplinas (finanzas, macro-economía, economía empresarial). El problema principal consiste en establecer puentes entre universos que se rozan pero tienen dificultades para dialogar, encontrar denominadores comunes, y enriquecer el análisis con el aporte de elementos nuevos.

Con una cantidad limitada de ejemplares (1,500), la distribución fue en este caso más selectiva que la del primer folleto. El cuestionario--más detallado esta vez--resultó ser un excelente medio para crear una red mundial de corresponsales. Se recibieron más de cien respuestas al segundo folleto, plenas de contenido, de propuestas y sugerencias. Más allá de establecer contactos, estas respuestas marcaron el inicio de un verdadero diálogo sobre las funciones y el futuro de los mercados financieros.

Finalmente, en setiembre de 1993, un tercer folleto (Parte III de la presente publicación) recorre los países en que los mercados financieros son calificados de "emergentes". Se trata de 19 países, la mayoría de los cuales están comenzando a "despegar" económicamente. Este folleto también esboza los problemas particulares de los países post-comunistas, usando como ejemplo la Bolsa de Varsovia.

Paralelamente a los contactos por correo, el equipo de trabajo multiplicó los encuentros formales e informales en Suiza, Francia y Gran Bretaña, como también en Polonia y Rumanía. Estos intercambios proporcionaron una contribución invaluable, ya que se trataba de poner a prueba la impresión inicial sobre tal o cual aspecto del funcionamiento de los mercados. Los contactos informales con expertos de organizaciones internacionales gubernamentales (tales como el Banco Mundial, UNCTAD, y la OCDE) y no-gubernamentales, nos dieron la oportunidad de señalar inquietudes, tanto como eventuales convergencias. Estos pasos nos han permitido sacar a la luz la originalidad del estudio inspirado por la Fundación para el Progreso del Hombre. De hecho, el carácter único de este estudio proviene de la conjunción de dos características que aparecen habitualmente aisladas la una de la otra: el carácter algo ingenuo, y luego tendenciosamente iconoclasta del enfoque, y su independencia respecto a algunos grupos de presión o de los intereses en juego.

La ingenuidad es un lujo cuando el mundo académico está cuidadosamente dividido en camarillas, cada cual encerrada en sus propios paradigmas. Un enfoque ingenuo ignora el registro catastral de las "ciencias económicas" y no se deja amilanar por consideraciones de más o

menos "carácter científico". La voluntad de comprender el funcionamiento actual de los mercados financieros y por lo tanto, la verdad, es su única preocupación, su razón de ser.

La independencia con respecto a los intereses en juego no es en sí nada extraordinario, pues lo mismo puede decirse del conjunto de la producción verdaderamente académica. De cualquier manera, en este caso la independencia se da en todo sentido, ya que la acompaña el candor. Esta "independencia" tiene en este contexto varios significados: independencia con respecto a puntos de vista dogmáticos que tienden a darle precedencia a la conclusión sobre la observación; independencia con respecto a los intereses de tal o cual sector financiero o categoría de profesionales de las finanzas; y, finalmente, la independencia con respecto a preferencias políticas.

No sería posible dar una respuesta única, invariable en el tiempo y en el espacio a la pregunta "Mercados financieros: Una expectativa defraudada?". Por el contrario, a fin de que este estudio siga siendo pertinente, debe enriquecerse con las experiencias de los mercados financieros de todas las latitudes. Desde esta perspectiva, cuatro grupos de países se distinguen claramente hoy en día: los países de la OCDE; los "mercados emergentes"; las "economías de mercado emergentes" (países post-comunistas); y el resto del mundo. A la luz de estas observaciones, la pregunta original adquiere un matiz más parecido a "qué clase de mercado financiero para qué tipo de expectativa?".

2. LO QUE SE HA CONSTATADO

Las investigaciones y análisis llevados a cabo en el marco del estudio antes mencionado han permitido formular un conjunto de observaciones que sin ser verdades firmemente establecidas por métodos científicos tienen, no obstante, fundamentos sólidos y no deben ser confundidas con meras presunciones.

2.1. Observaciones generales

El mercado financiero es una institución que, como cualquier otra, cumple una o varias funciones dentro de la sociedad. Sus características y funcionamiento están determinados en última instancia por el contexto y sus consiguientes presiones. Es por lo tanto un error endiosar al mercado financiero, tomándolo como una realidad única.

Durante los últimos veinte años el sector financiero ha crecido más rápidamente que otros sectores de la economía. Asimismo su contribución

al empleo y al valor agregado en los países desarrollados es cada vez mayor. Sin dejar de ser una fuente de ingresos, el sector financiero representa, no obstante, un costo creciente para los otros sectores de la economía.

Paralelamente, el financiamiento ocupa un lugar preponderante en las sociedades modernas; es decir, que los activos de tipos aún nuevos son objeto de transacciones financieras.

El proceso de "globalización financiera" empezó aún antes de que se acuñara el término. La integración internacional ha contribuido a incrementar el poder de los mercados financieros a un punto tal que en muchos casos éstos han obligado a los gobiernos a modificar sus programas.

El financiamiento de la producción y del comercio preocupa sólo de manera marginal a los mercados financieros. En lo esencial su actividad está consagrada a la gestión del patrimonio acumulado en el pasado. Forzando algo la figura, se podría decir que una sociedad de rentistas está tomando paulatinamente el lugar (por lo menos en el pensamiento) de la sociedad de productores.

A pesar de su extensión geográfica, los mercados financieros internacionales son relativamente pequeños en términos de cantidad de participantes, llámense operadores, intermediarios, o empresas cuyas acciones se cotizan.

La eficacia de los mercados financieros no ha podido demostrarse de manera convincente, en especial en lo que se refiere a su eficiencia en la distribución. De hecho, es imposible decir si contribuyen significativamente a mejorar la distribución de recursos en el seno de una economía--y de esta manera a incrementar la producción--o si, por el contrario, representan una fuente adicional de costos y provocan el desvío de recursos de otros rubros.

La evolución de los mercados financieros limita seriamente la eficacia y la pertinencia de preceptos clásicos de la política monetaria, lo que puede obligar a las autoridades monetarias a replantear aspectos fundamentales de los nuevos elementos del problema.

Las entidades monetarias han permitido que se dispare el precio de los activos sin reacción alguna, ya que al existir la amenaza de un derrumbe de la Bolsa, la política monetaria ha ido flexibilizándose sistemáticamente.

Entre los sectores financieros existe una gran competencia. Esto puede tentar a las autoridades locales de control a imponer una (des)regulación competitiva a fin de atraer volúmenes importantes de transacciones.

2.2. Los mercados financieros en los países de la OCDE

Desde un punto de vista estrictamente financiero, la Bolsa de Valores está en el corazón de las economías modernas, aún cuando sólo involucra a un número limitado de empresas.

El sistema de capitalización como método predominante de financiamiento de la jubilación acarrea una fuerte tendencia a la colectivización del ahorro, que se retira del circuito tradicional y toma el camino de los fondos de pensiones. En su política de inversión, estos últimos muestran una marcada preferencia por los activos financieros.

La autofinanciación sigue siendo la fuente principal de financiamiento de las actividades de producción. La contribución de los mercados financieros en la materia se ha estancado, o mejor dicho, ha disminuido en todos los países de la OCDE.

La función de los mercados financieros en los sistemas financieros nacionales se ha incrementado notablemente en estos últimos veinte años, en tanto los bancos han pasado de ser proveedores de crédito a intermediarios en las transacciones financieras. En cuanto al sistema financiero internacional, es evidente que esta claramente está claramente dominado por los mercados.

A partir de los años 80 los títulos-valores se apartaron--en lo que a rentabilidad se refiere--de otros activos de la economía, como lo demuestran las diferencias con respecto a la tasa de crecimiento del Producto Bruto Interno.

El aumento de la capitalización requiere ser financiado, en tanto los títulos cambian efectivamente de manos. El sistema financiero responde a esta demanda, ya sea creando nuevas posibilidades de financiamiento o desviando recursos destinados en principio a financiar la producción.

Es sólo en una proporción inferior al 5% que el volumen de transacciones de la Bolsa afecta a las nuevas emisiones de acciones. En otras palabras, el financiamiento de la producción es realmente una actividad marginal de la Bolsa moderna..

Las acciones de las empresas más conocidas gozaron durante los años 80 de una demanda sumamente alta, lo que se tradujo en la aparición de una "prima de liquidez" vinculada exclusivamente a la envergadura del mercado.

La Bolsa de Valores asegura a los "blue chips"--las grandes empresas que cotizan en la Bolsa--financiamiento a un costo muy favorable. Gracias a este acceso privilegiado al financiamiento, las grandes empresas obtienen una ventaja comparativa--que puede revelarse como determinante--con respecto a las pequeñas y medianas empresas.

Las empresas que cotizan en la Bolsa producen entre el 10 y el 15% del PBI, aún cuando parecen movilizar una proporción mucho más importante de las reservas de capital disponible dentro de la economía, lo que implicaría que las empresas que cotizan no son necesariamente las más eficientes.

Los inversionistas institucionales poseen hoy en día una proporción cada vez mayor de acciones, pero se muestran reacios a asumir el rol de accionistas activos involucrados en la política de las empresas que cotizan. Como consecuencia, los directivos de las empresas gozan de un gran margen de maniobra en cuanto a su estrategia se refiere.

Los mercados financieros ejercen a través de los valores una presión considerable sobre el rendimiento de las empresas, lo cual induce a estas últimas a optar por resultados financieros a corto plazo en vez de por la ventaja competitiva a largo plazo.

2.3. Las Bolsas de Valores en los países en vías de desarrollo

Las Bolsas de Valores llamadas "emergentes" (19 países) se consolidaron durante los años 80. Sin embargo, sólo en algunos casos su capitalización representa más del 10% del PBI.

En 13 de los 19 países, la diferencia entre el rendimiento acumulado del índice del mercado y el PBI fue mayor que en los Estados Unidos.

La importancia relativa de las nuevas emisiones es ligeramente mayor en las Bolsas de Valores emergentes que en las Bolsas de los países desarrollados. Sin embargo, el crecimiento explosivo de la capitalización está asociado más frecuentemente a cambios en el índice bursátil que al número de empresas que cotizan.

Aunque el volumen de negociación sea muy inestable, en más de las tres cuartas partes de los casos, las nuevas emisiones provienen de empresas que ya cotizan. En las Bolsas de Valores emergentes, el número de empresas que cotizan es muy limitado y relativamente estable.

El aporte de las Bolsas de Valores al desarrollo no puede medirse sin conocer la contribución al PBI de las empresas que cotizan y el comportamiento de esta proporción en el tiempo.

La evolución de los mercados financieros no ha dejado de hacer sentir su efecto en los sistemas financieros locales, pero en todo caso, a falta de datos estadísticos comparativos, es imposible saber cuál ha sido ese efecto.

Las modalidades de ingreso de capitales extranjeros varían de un mercado emergente a otro. En forma global, desde hace aproximadamente

cinco años, los mercados emergentes han gozado de un aporte externo considerable, bajo la forma de inversiones en cartera. Dicho aporte ha contribuido a elevar la divisa y a atenuar el desgaste del sistema financiero local, ocasionado por el crecimiento explosivo de la Bolsa de Valores.

La afluencia de capitales extranjeros se debe ante todo a una política de diversificación aplicada por los inversionistas de los países de la OCDE. En consecuencia, estos capitales implican el riesgo de ser repatriados sin previo aviso, lo que puede acarrear enojosas consecuencias para los sistemas financieros locales.

Las empresas multinacionales establecen el vínculo entre las grandes plazas financieras donde obtienen capital y los países en vías de desarrollo donde proceden a las inversiones directas.

Al estallar la crisis de la deuda, la inversión directa tomó la posta de los créditos bancarios destinados a los países en vías de desarrollo.

El porcentaje de la inversión directa, expresado en términos de la capacidad de inversión interna de las economías receptoras, sigue siendo limitado (en general, menos del 10%).

El efecto real de la expansión de las Bolsas de Valores emergentes es ambiguo. Si bien es positivo, el impacto sigue limitado a las empresas que cotizan (que son pocas) y a los intermediarios.

2.4. Las Bolsas de Valores en los países en transición

Las Bolsas de Valores en los países post-comunistas están en ciernes, salvo quizá el caso de la Bolsa de Valores de Varsovia.

La oferta de acciones aumenta a cuentagotas debido a las dificultades con que se enfrenta la privatización de las empresas del Estado; y en consecuencia, el mercado es muy estrecho, lo que implica una profunda inestabilidad potencial.

Las empresas que pueden cotizar son--en casi todos los casos--vendidas por el Estado. La Bolsa no es, por tanto, fuente de financiamiento para las empresas, sino meramente fuente de ganancias para el Estado.

El fijar los valores de emisión tropieza con serios problemas vinculados a la ausencia de métodos de evaluación adaptados al contexto de la transición. Los graves errores cometidos en la materia al inicio de sus actividades han sumergido a las Bolsas de Valores recientemente creadas en una perenne depresión.

A la Bolsa de Valores de Varsovia le tomó 24 meses corregir sus "errores de juventud" y poder alcanzar niveles susceptibles de poner en peligro la estabilidad del sistema financiero en su conjunto.

3. LO QUE ESTA EN JUEGO

La economía de mercado evoluciona hacia una actividad financiera aún más pujante. Esta tendencia va acompañada por una evolución general hacia los intangibles (servicios, know-how, etc.) característica de algunos de la sociedad post-industrial. Los nuevos activos financieros tienen de hecho una relación cada vez más distante con la realidad material. Durante los gloriosos años 50, esta tendencia fue la fuente de un extraordinario incremento del ingreso per cápita de los países de la OCDE, pero trajo consigo una aguda fragilidad social.

El modus-operandi y los ejes de la evolución de los mercados financieros son temas sociales de crucial importancia. Por la interdependencia que crean, las relaciones financieras involucran estratos cada vez mayores de la población. Actualmente en los países de la OCDE una variación importante en las tasas de interés o una quiebra bursátil afectaría--tarde o temprano--a todos y cada uno de los miembros de una sociedad. En los países en vías de desarrollo, el impacto de las variables financieras es (aún) más limitado. En ese contexto, la supervisión y regulación de los mercados financieros dejan de ser un problema exclusivo de especialistas para convertirse en un asunto de importancia pública.

Frente a la integración cada vez mayor (globalización) del sistema financiero internacional, el margen de maniobra de las autoridades monetarias locales ha disminuido singularmente, por dos razones interconectadas. Por un lado, ningún banco central dispone de los recursos necesarios para hacer frente al "mercado" por un período de tiempo prolongado; y por otro, la multiplicación de activos financieros y la desmaterialización de la moneda disminuyen la importancia de la política de emisión de los bancos centrales. En otras palabras, los instrumentos tradicionales de las autoridades monetarias locales parecen no adecuarse a las circunstancias. Cabría preguntar si una renovación del arsenal político en la materia pasaría por una regulación más precisa del sistema financiero.

Los mercados financieros son sólo una fuente secundaria de capital para las empresas en su conjunto, aunque son la fuente favorita de las empresas que cotizan en la Bolsa. El costo del capital es (probablemente) menor para las empresas que cotizan que para las demás, lo que da a las primeras una ventaja competitiva nada despreciable. Uno de los factores en juego en el explosivo crecimiento de los mercados financieros es la tendencia a la concentración industrial.

Las instituciones financieras acumulan un volumen creciente de ahorros, pero tienden a encontrar cada más dificultades para invertir estos ahorros fuera del sector netamente financiero. El deslizamiento de la

función de los bancos hacia actividades cada vez mayores de intermediación, en detrimento de las actividades crediticias, hace pensar que el financiamiento de la producción--y en especial de las PME--corre el riesgo de sufrir las consecuencias. Evolucionará el sistema financiero "en detrimento"--y no como se admite comúnmente "al servicio"--de la economía real?

El financiamiento de la jubilación de generaciones activas depende todavía del comportamiento de los mercados financieros. Sin embargo, éste se revela más como un factor intangible que como parte de la economía "real", en la medida en que la inversión financiera coincide más frecuentemente con la variación del precio de un activo financiero existente que con el incremento de la capacidad productiva de la economía. El sistema es por tanto fundamentalmente frágil.

Los acontecimientos que afectan los mercados financieros tienen un impacto directo sobre el funcionamiento interno de las empresas que cotizan en la Bolsa. En realidad, un accionariado inestable y disperso se interesa más por los resultados financieros e inmediatos de las acciones en su poder que por el potencial económico y estratégico de la empresa de la cual es co-propietario. Como consecuencia, los directivos de las empresas no están sujetos a control alguno, mientras el rendimiento financiero sea satisfactorio. De modo que la miopía de los inversionistas financieros se transmite a los directivos de las empresas que cotizan en la Bolsa, lo que a largo plazo tiende a debilitar la estructura económica.

Los inversionistas institucionales se están convirtiendo en agentes financieros de primer orden, y ya son, entre otros, los accionistas mayoritarios de numerosas empresas que cotizan en la Bolsa. En su calidad de agentes financieros, sin embargo, se han mostrado hasta ahora reacios a asumir el rol de accionistas activos.

La expansión de los mercados financieros fuera de los países de la OCDE pone en evidencia la vivacidad de dichas economías y el interés que suscitan entre los financistas internacionales. Sin embargo, aún siendo un signo de solidez económica, tal expansión puede ser también fuente de debilidad. Por un lado, la Bolsa puede tener un efecto negativo sobre la solidez del sector bancario, y por el otro, la volatilidad de las inversiones extranjeras en cartera puede exponer a los sistemas financieros nacionales a choques que les sería imposible amortiguar sin poner en peligro las instituciones y la moneda locales.

Si bien la actividad financiera contribuye al PBI (valor agregado)--éste ha sido uno de los motores del crecimiento en los últimos veinte años--no puede negarse que la competencia entre plazas financieras para atraerla hacia tal o cual dirección se hace cada vez más dura. Existe por lo tanto el riesgo de que nos encontremos con una desregulación competitiva de las

actividades financieras, lo que podría traer como consecuencia una mayor fragilidad.

4. RECONOCER LOS DESAFIOS: PRIMER PASO

Como hemos visto antes, lo que está en juego cubre una amplia gama de aspectos de la evolución reciente de los mercados financieros. Detrás de todo esto se esconden muchos desafíos que sólo pueden ser identificados y confrontados si se acepta el diagnóstico antes bosquejado. Este diagnóstico puede resumirse como sigue:

El mundo evoluciona hacia una actividad financiera cada vez más pronunciada; esta evolución conlleva una fragilidad de la estructura económica y social. En vez de tratar de revertir dicha evolución, el desafío consiste en encontrar los medios para dominarla de modo que no acarree los efectos negativos que hemos señalado.

El manejo de la evolución del sistema financiero, tanto nacional como mundial, no es exclusivamente un problema de profesionales; este asunto tiene una dimensión eminentemente pública. Por lo tanto, la acción prioritaria consiste en adoptar una participación activa en el debate sobre la evolución del sistema financiero, de modo que las decisiones estructurales sobre el tema no competan únicamente a asociaciones profesionales. Dicha intervención activa, el tomar la palabra, debe hacerse tanto a nivel nacional como mundial, por medio de una organización no-gubernamental, por ejemplo, cuya misión es esa precisamente.

El estado actual del sistema financiero ofrece potencialidades, en especial para la creación de un nuevo tipo de instituciones que utilizarían las posibilidades de financiamiento, canalizándolo hacia la inversión productiva. Los fondos de pensiones y los inversionistas institucionales en general parecen ser actualmente quienes contribuyen a dicho desarrollo. Aún así, sería necesario establecer los contactos y canales de comunicación para que las experiencias de unos puedan ser útiles a los otros.

La dependencia de las pequeñas y medianas empresas respecto a los créditos bancarios, y la renuencia de los bancos a involucrarse más profundamente en esta área, exige tomar medidas de orden fiscal a fin de evitar que los ahorros familiares se mantengan en cuentas bancarias, y fomentar la inversión directa en empresas de familia o en actividades de desarrollo.

La colectivización de los ahorros se aprecia claramente en los países de la OCDE. La cuestión que atañe a los cimientos de esta evolución; es decir, la viabilidad a largo plazo de los sistemas de pensiones basados en dichos ahorros, debe exponerse públicamente y sin ambages. Se trata de un asunto de máxima prioridad. Si la tendencia hacia la colectivización de los ahorros fuera puesta en tela de juicio, la actividad financiera cambiaría de forma.

Tradicionalmente el aumento de las tasas de cambio es considerado como una bendición, aún cuando no es necesariamente así. En consecuencia, las autoridades monetarias deberían basar sus políticas no sólo en función de la estabilidad relativa del índice de precios al consumidor, sino también en función de la estabilidad del índice bursátil que puede ser asimilado a un índice de precios de los activos financieros.

Los países en vías de desarrollo y aquéllos en transición están todavía al margen de la gran actividad financiera. Antes de dejarse llevar por esta tendencia, dichos países y las organizaciones que los asesoran deberían analizar cuidadosamente la realidad de los sistemas financieros de los países de la OCDE, y responder a la cuestión fundamental: Son las finanzas la causa o la consecuencia del desarrollo? Las transferencias financieras a título de ayuda efectuadas durante los años 60, y a título de la deuda durante los años 70, no permitieron sentar las bases para un crecimiento saludable. Por qué razón las inversiones en cartera deberían tener éxito donde la ayuda y el crédito fracasaron?

El accionista contemporáneo parece no interesarse más que por la rentabilidad de sus acciones. Esta actitud modifica el equilibrio interno que rige la relación entre los grupos de personas involucradas, en favor de los directivos de las empresas. A fin de limitar las veleidades de directivos demasiado complacientes con los mercados financieros, los demás grupos sociales involucrados en la empresa deberían implantar salvaguardas. Esto supone un nuevo tipo de relexión--teniendo como base datos recientes--sobre la delegación de responsabilidades dentro de las empresas que cotizan en la Bolsa, y la forma de asumirlas.

Paradójicamente, en el meollo de la globalización financiera existe una competencia encarnizada entre las plazas financieras de importancia internacional. Esta competencia, con el trasfondo de un sistema de cambio al borde de la anarquía, implica riesgos. Sólo un convenio internacional que establezca claramente los límites de la competencia desleal y la mala gestión podría estabilizar la situación. Más eficaz aún, sin duda, sería un convenio sobre la "no proliferación de plazas financieras", pero ello significaría una discriminación difícil de justificar a priori.

PARTE I

GLOBALIZACION DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

1.1. Introducción

La Bolsa, una expectativa defraudada? Una pregunta incongruente si se piensa a la vez en el crecimiento extraordinario que los mercados financieros han conocido durante los últimos veinte años y en la contribución del sector financiero al producto nacional en los países más desarrollados. Aunque incongruente, esta pregunta es a la vez insoslayable para quien, más allá de constatar, busca comprender e incluso modificar el curso de los acontecimientos. Es en este espíritu que la Fundación para el Progreso del Hombre toma la iniciativa de proponer una reflexión de fondo sobre la materia. Dicha reflexión es desarrollada por Eco'Diagnostic.

La intención que anima este esfuerzo es doble. Comprender el lugar que ocupa la Bolsa--y más ampliamente, los mercados financieros--en la economía mundial, particularmente en cuanto a su aporte a la inversión productiva y a la consolidación de la estructura de las pequeñas y medianas empresas, tanto en los países ricos como en los pobres. Si el análisis pusiera en evidencia fenómenos negativos y peligrosos para el progreso humano, la reflexión debería culminar naturalmente en propuestas de medidas correctivas.

Si bien la función clásica de la Bolsa ha sido la de canalizar hacia las empresas la liquidez necesaria para las inversiones productivas transfiriendo a los "inversionistas financieros" una parte de las ganancias y una parte de los consiguientes riesgos, hoy en día los mercados financieros están ante todo al servicio de la redistribución en forma permanente de los riesgos y beneficios (ligados a las empresas individuales, propios de mercados, sectores y monedas específicos) entre los "inversionistas financieros". De manera que los mercados financieros se ocupan más que

antes del mantenimiento del valor financiero del patrimonio acumulado por generaciones pasadas, y menos del incremento de la capacidad productiva de las economías. La Bolsa habría pasado entonces a ser un fin en sí misma, sin relación directa con la marcha de los *asuntos propios de la industria*.

La gestión del patrimonio implica un costo que asumen quienes poseen activos cada vez que una transacción es efectuada por su cuenta. Este costo constituye el ingreso del sector financiero que efectúa la transacción y contribuye así a su valor agregado y, por lo tanto, al PNB. Sin embargo, cabría preguntarse si esto no redundaría en que una parte importante de los ahorros se desvíe de la inversión productiva hacia la protección contra los riesgos que pudieran alterar el valor de inversiones pasadas.

La expansión de los mercados financieros en los últimos quince años podría parecer a primera vista un fenómeno debido únicamente a consideraciones técnicas, propias del mundo de las finanzas. Sin embargo, los aspectos técnicos--tales como la diversificación del riesgo o la innovación financiera--no son en última instancia más que la expresión de fuerzas más profundas arraigadas no solamente en la vida de las empresas y en el comportamiento de los accionistas, sino también en la actitud de las autoridades reguladoras y en las decisiones en materia de política macroeconómica, y en las posibilidades de comunicación, de transporte e intercambio de información entre las diferentes regiones del globo. Todas estas fuerzas influyen permanentemente y cada una a su manera en el rol y el funcionamiento de las Bolsas de Valores y de los mercados financieros en la economía y en la sociedad. De allí la gran dificultad al momento del análisis para determinar lo que es propio del mundo de las finanzas y lo que no lo es. Por tanto, si se desea abarcar el íntegro de la problemática, debemos necesariamente recurrir al análisis multidisciplinario.

La economía es una ciencia altamente especializada en la actualidad: cada sector--por limitado que sea--se ha dotado progresivamente de un paradigma local y parcial que lo aísla del resto. Existe por esta razón una brecha metodológica entre las finanzas, la macroeconomía, la microeconomía y la economía de empresa. No obstante, la problemática de los mercados financieros concierne a cada uno de sus sectores. La lista de dificultades y escollos metodológicos no estaría completa sin hacer referencia a la distancia que separa la realidad económica de la imagen que de ella presentan las ciencias económicas. No es el objetivo de nuestra gestión la recopilación de opiniones de las ciencias económicas y del sector financiero sobre la Bolsa de Valores o los mercados financieros. Por el contrario, apuntamos a la comprensión de los pormenores de la evolución contemporánea del rol y la posición de los mercados financieros. La realización de este objetivo requiere del aporte de los conocimientos, de la experiencia y de la competencia de la gente que

utiliza, administra, observa y analiza diariamente los mercados financieros a través del mundo.

1.2. Globalización del sistema financiero

En su acepción más amplia, la "globalización" se refiere a la eliminación de fronteras, que han dejado de ser un obstáculo para la actividad económica. En otras palabras, la globalización significa que la ubicación de los agentes económicos--el lugar preciso desde el cual llevan a cabo sus operaciones--no determina como antes el área geográfica de sus actividades. Desde los años 60, la globalización de las finanzas se ha ido realizando día a día, sin que sea aún previsible el término de este proceso.

Al inicio de los años 60, si un sistema financiero internacional existía, éste provenía ante todo de la yuxtaposición de sistemas financieros nacionales, coronado por acuerdos entre los bancos centrales. En efecto, el régimen de cambio fijo limitaba las posibilidades de arbitraje sobre las divisas, y los reglamentos nacionales restringían los movimientos internacionales de capital. Debido a las circunstancias, las transacciones financieras internacionales estaban confinadas al servicio de las necesidades del comercio de bienes y servicios, y no incidían más que en casos excepcionales sobre los activos financieros.

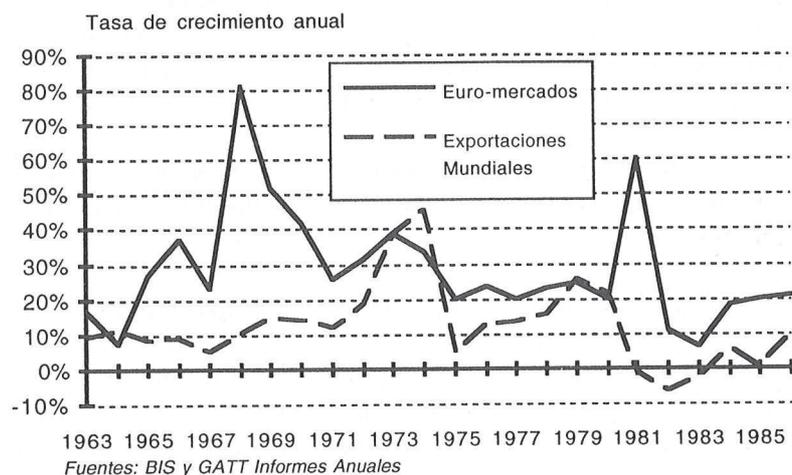
Las regulaciones--a veces incoherentes--la innovación financiera y la revolución en las tecnologías de la comunicación están en el origen de la globalización.

A principios de los años 70 el proceso de globalización tenía raíces profundas, múltiples y sobre todo, interdependientes; y es, en última instancia, fruto de la utilización constante por parte de los agentes económicos de las oportunidades que iban descubriendo a su alrededor. La imperfección de las regulaciones nacionales en materia de finanzas y sus incoherencias a nivel internacional llevaron a inventar nuevos instrumentos financieros, los cuales han contribuido a tornar caducas dichas regulaciones. De esta manera el explosivo crecimiento de las operaciones internacionales netamente financieras--principalmente sobre divisas y euro-divisas--eliminó los tipos de cambio fijos. Demasiado débiles para imponer sus programas mediante su sola intervención en el mercado, los bancos centrales no tuvieron otra opción que dejar que el mercado determinara los tipos de cambio. Un fenómeno análogo se dio con relación a las pequeñas y medianas empresas en 1992/93. Estos fenómenos surgieron en el contexto de una verdadera evolución en las tecnologías de comunicación, de transmisión y manejo de la información,

con una reducción drástica de los costos referidos a la distancia. Como resultado se dio un acercamiento funcional entre los agentes, y en ese sentido se ha podido operar la fusión progresiva de los sistemas financieros nacionales en un sistema mundial.

El surgimiento de nuevos mercados y productos ha multiplicado el volumen y el valor de las transacciones, alimentando el crecimiento fenomenal de la influencia económica del sector financiero a nivel mundial. Esto ha sido posible gracias a la explosión casi paralela de la demanda y la oferta de transacciones financieras tanto nacionales como internacionales. La deuda bancaria de los países en vías de desarrollo acumulada durante la década de los 70 es un ejemplo clásico de ello. Más allá de lo puramente cuantificable, la globalización financiera ha traído consigo un cambio fundamental en la conciencia colectiva de las sociedades desarrolladas: las oportunidades parecen infinitamente más variadas y los beneficios al alcance de todos.

CUADRO 1: OPERACIONES EN EL EURO-MERCADO Y COMERCIO INTERNACIONAL



La globalización implica una creciente complejidad difícilmente manejable...

La globalización como proceso no deja de influenciar profundamente la forma en que operan los mercados financieros en la actualidad. Es así que los agentes económicos se enfrentan diariamente a un sistema financiero mundial más complejo, donde las nuevas oportunidades son cada vez más numerosas, aunque quizás también más engañosas. En consecuencia, la elección y los mecanismos de decisión de los agentes

privados y públicos deben adaptarse, y se tornan más complejos y difíciles de manejar.

...una variedad más amplia de riesgos...

Paralelamente a la diversificación de oportunidades--particularmente debido a la creciente interdependencia entre los centros financieros, la variedad de riesgos se ha ampliado. Una conmoción en uno de los centros financieros repercute inmediatamente sobre los demás y pone potencialmente en peligro el conjunto del sistema mundial. La interdependencia y la complejidad del sistema financiero mundial enfrentan a los organismos reguladores y de supervisión con desafíos cada vez mayores y cualitativamente nuevos porque sobrepasan el contexto nacional. Detectar las señales precursoras de debilidades del sistema financiero es uno de dichos desafíos.

...una competencia creciente entre los centros financieros...

Paradójicamente, lejos de generar la descentrallización de las actividades financieras, la globalización ha exacerbado la competencia entre los centros financieros más importantes: Londres, Nueva York, Tokio y Frankfurt. A fuerza de regulaciones y concesiones, estos centros procuran no solamente arrebatar un volumen de transacciones, sino que además se benefician de otras actividades, en detrimento de plazas de menor importancia.

...y efectos inciertos en el desarrollo de los países del Sur y en la transición de los países post-comunistas.

Si bien la globalización del sistema financiero mundial ha contribuido indudablemente y en gran medida al crecimiento de los países de la OCDE durante los últimos veinte años, no está nada claro si este proceso ha reforzado o, por el contrario, debilitado los cimientos de sus economías. Por otro lado, es también difícil determinar hasta qué punto la globalización financiera contribuye al desarrollo de los países del Sur y a la transición en los países post-comunistas.

1.3. Innovaciones en los mercados financieros

Los cambios de condiciones-marco ocurridos desde hace treinta años han generado una cantidad importante de innovaciones en los mercados financieros. Tanto los procedimientos de financiación como los

instrumentos financieros y las técnicas de gestión de cartera han sido profundamente modificados. Los efectos de estas innovaciones, particularmente en cuanto a la estabilidad global del sistema financiero y de la inversión productiva, están en proceso de precisarse.

La inflación de la década de los 70, debida al shock petrolero, así como la creciente inestabilidad de las tasas de interés y de los tipos de cambio--que aparecen al eliminarse el régimen de tipos de cambio fijos--y la fragilidad de los sistemas intermediarios tales como las pequeñas y medianas empresas, han modificado las modalidades de financiamiento de nuestras economías. Al mismo tiempo, la internacionalización cada vez mayor del comercio y de los flujos de capital y los petrodólares que han revertido instantáneamente los saldos de las cuentas corrientes a favor de los países productores de petróleo, han desencadenado una serie de innovaciones en los mercados financieros. Esto último ha sido posible gracias al surgimiento de una nueva y más eficiente tecnología de comunicaciones, procesamiento y almacenamiento de datos, que ha reducido el costo unitario de las transacciones.

Las innovaciones financieras han dado lugar a nuevos procedimientos de financiación, tales como la titulización de deudas y créditos...

La evolución de los métodos de gestión financiera dentro de las grandes empresas, y sobre todo las multinacionales que disponen de liquidez, dieron lugar a innovaciones financieras a principios de los años 60. Sin embargo, ha sido recientemente y en una mayor escala que la titulización de las deudas ha cobrado auge bajo la influencia de la inestabilidad de las tasas de interés y de los tipos de cambio. Para protegerse, las empresas y los gobiernos se han emancipado del crédito bancario, cuya disponibilidad no es predecible, para obtener financiamiento directamente en los mercados financieros, emitiendo títulos negociables. Eliminando un intermediario, los costos de financiación se han reducido.

La titulización de créditos, a cargo de las instituciones de crédito, pone en evidencia otro motivo: la redistribución del riesgo. De hecho, las instituciones de crédito redistribuyen sus riesgos colocando ante otros agentes financieros las acciones que representan una parte previamente acordada de una cartera de créditos. En caso de insolvencia de los deudores, no son ya las instituciones de crédito las que asumen las consecuencias, sino quienes poseen títulos, los que ven disminuir el valor de sus acciones; es decir, de su patrimonio. Este cambio de rol de los bancos se llama desintermediación. Las empresas del Estado titulan sus deudas, y los bancos sus créditos. De hecho, los agentes se reparten--por

medio del mercado--el riesgo involucrado en el crédito. La titulización es luego el síntoma visible de la transición de una economía de endeudamiento a una economía de mercado.

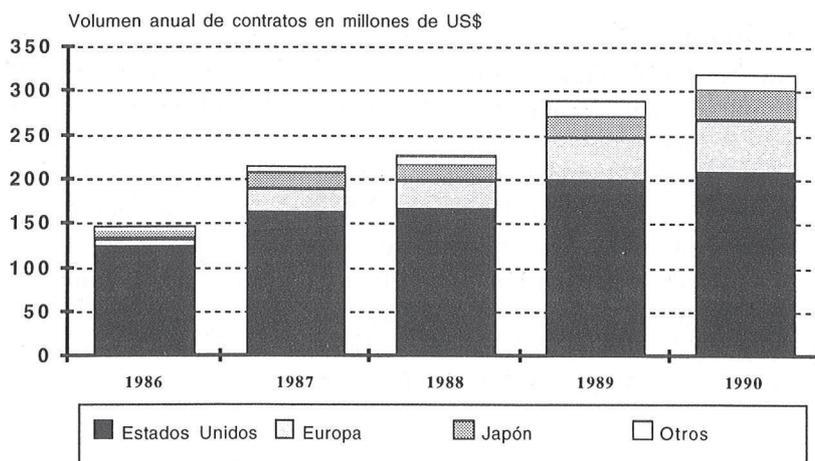
....así como a instrumentos financieros derivados, tales como opciones y futuros.

Soslayar una regulación, manejar el riesgo, competir con otras plazas financieras, son asimismo motivaciones para crear y colocar en el mercado nuevos instrumentos financieros. Entre éstos, los que competen al mercado a plazos son actualmente los clásicos: opciones y futuros. Permiten al inversionista poseer una acción sin acarrear el riesgo asociado y, por extensión, comprometerse en un mercado sin estar expuesto al riesgo monetario naturalmente involucrado. Como contrapartida, otro agente asume un riesgo con un compromiso financiero mínimo respecto al título que lo respalda.

Al sacrificar la perspectiva a largo plazo debido a la innovación financiera, se vuelve a practicar el arte por el arte?

Mientras los instrumentos derivados se vuelven progresivamente más sintéticos y complejos, su vínculo con el sector real se debilita. Sólo los profesionales de las finanzas conocen estos tejemanajes. Es por lo tanto legítimo preguntarse si las innovaciones financieras corresponden a una demanda de parte de las empresas, o si los expertos inventan nuevos instrumentos financieros para discutirlos entre ellos y fuera del contexto económico. Esto sería practicar el arte por el arte.

CUADRO 2: INSTRUMENTOS FINANCIEROS DERIVADOS



A este respecto, la teoría de cartera desarrollada por Markovitz (Premio Nóbel 1990 con Sharpe y Miller) representa una verdadera revolución. La idea fundamental es que se puede prevenir la parte del riesgo proveniente de la divisa o del sector por medio de la diversificación geográfica y sectorial. Así, de acuerdo a esta teoría, la elección de un título específico depende menos del análisis fundamental de la empresa que de su correlación con los títulos que componen una cartera. Consulte usted a un analista financiero moderno sobre si considera a Fiat o a Bayer como la mejor colocación, y él le responderá que depende exclusivamente de la composición actual de su cartera.

Dadas las posibilidades de transferir riesgos que presentan los futuros y las opciones, así como del número creciente de transacciones a corto plazo, el análisis fundamental de una empresa--en otras palabras, sus perspectivas a largo plazo--ya no es el único factor que determina la demanda de sus acciones en el mercado. Desde ya no existe más la certeza de que el precio de una acción refleje en sí las expectativas del valor futuro de la empresa.

1.4. Economía de endeudamiento y economía de mercado

Según una definición tipo, un sistema financiero apunta a procurar servicios de pago, a movilizar los ahorros, a distribuir el crédito, a limitar riesgos y, al determinar los precios, agruparlos y negociarlos. En el contexto dinámico de los sistemas financieros en los últimos 30 años, el problema fundamental es determinar qué método de financiamiento es el más adecuado para cumplir estas funciones.

La intermediación bancaria contra la intermediación del mercado.

Más allá de la diversidad de situaciones nacionales, se pueden distinguir dos formas puras de funcionamiento de los mercados financieros que cumplirían dichas funciones: una economía de endeudamiento y una economía de mercado.

En una economía netamente de endeudamiento las modalidades de financiamiento están dominadas por los bancos, que se encuentran en el centro de todas las transacciones financieras. El circuito económico empieza y termina en los bancos. Ellos captan el ahorro familiar y otorgan créditos al Estado y a las empresas, que redistribuyen a los hogares una parte de los ingresos así captados. Las familias, a su vez, colocan sus excedentes de liquidez en los bancos.

La banca universal, capaz de proveer el conjunto de servicios vinculados a la financiación de los agentes económicos, se adapta mejor a este sistema financiero. Si bien la economía de endeudamiento no existe en su forma pura, algunas economías de mercado se acercan más que otras a este modelo, como por ejemplo las economías de Alemania, Suiza y, en algunos aspectos, el Japón.

La segunda modalidad de financiación está articulada alrededor del mercado financiero, por el que pasan todos los flujos financieros. Para financiarse, las empresas emiten títulos negociables que son comprados por las familias, que de esta forma mantienen sus ahorros principalmente en forma de títulos. En cuanto al Estado, éste emite títulos o Bonos del Tesoro para satisfacer sus necesidades de financiación. De este modo, el mercado actúa como intermediario entre los agentes económicos y representa el mismo papel que los bancos en una economía de endeudamiento, con la excepción notable del riesgo, que los bancos reparten entre los diferentes agentes en una economía de mercado. Los países anglo-sajones--Estados Unidos y el Reino Unido a la cabeza--son considerados como economías de mercado.

El sistema financiero nacional tiende cada vez más a privilegiar al mercado financiero.

Durante los años 80 la creciente importancia del sector financiero estuvo acompañada por el fenómeno de la titulización. Este término designa al reemplazo de deudas y créditos no-negociables por títulos negociables. La titulización aparece como síntoma de la modificación de la estructura del sistema financiero. A nivel mundial, el sistema financiero parece evolucionar hacia una economía de mercado. Dicha evolución afecta la distribución del riesgo, el perfil de las instituciones financieras y el acuñamiento de monedas. Para esto último las implicancias en el campo de la política monetaria son importantes. De hecho, la titulización torna más difícil la distinción entre activos financieros y moneda, ya que todo activo puede ser rápidamente convertido en moneda y viceversa. De esta manera las políticas monetarias basadas en el crecimiento de los agregados monetarios dejan de ser pertinentes.

Los datos disponibles son bastante claros: Los sistemas financieros nacionales tienden a favorecer cada vez más al mercado financiero. Esta evolución puede ser ilustrada por el hecho de que las empresas y el Estado recurren cada vez con más frecuencia a los títulos para su financiación, tal como son los casos del Japón, Francia, Estados Unidos y Alemania. En los Estados Unidos y en Francia, por ejemplo, fueron utilizados los títulos para más del 50% de las deducciones netas sobre el mercado de capitales durante la década de los 80. La progresión francesa fue particularmente

fuerte considerando que las deducciones netas en forma de títulos se incrementaron desde un promedio del 27% del total entre 1972 y 1980, al 53% en el período que va de 1980 a 1987. Alemania y Japón privilegian todavía los préstamos como medio de obtener capital, pero una comparación entre la década de los 70 y los años 80 muestra que el recurrir a los títulos va en aumento. Los títulos representan de esta manera aproximadamente el 40% del total de deducciones en ambos países.

Asigna mejor los recursos una economía de mercado que una economía de endeudamiento?

La evolución de los sistemas financieros en años recientes plantea una serie de preguntas, la fundamental entre ellas determinar si la eficiencia económica ha aumentado. Asigna mejor los recursos una economía de mercado que una economía de endeudamiento? La respuesta a esta pregunta requiere de un análisis comparativo de ambos sistemas y exige de su capacidad respectiva el procurar medios de pago, de una parte; asegurar la movilización de los ahorros y contribuir a la inversión productiva orientada a objetivos socialmente útiles, de otra parte; y finalmente, manejar el riesgo.

1.5. El rol macro-económico de los mercados financieros

En la medida en que las empresas se financien directamente en el mercado de capitales y las familias mantengan sus ahorros en forma de títulos, es la mano invisible de los mercados financieros la responsable de canalizar los ahorros hacia la inversión productiva.

La principal actividad de los mercados financieros no consiste en financiar la inversión productiva.

Además de la gestión de flujos financieros, es decir, aquella de las nuevas emisiones e incrementos de capital, los mercados manejan el stock de acciones, bonos y otros títulos previamente acumulados. Un análisis suscito del funcionamiento del mercado y del comportamiento de los agentes parece indicar que la actividad principal de los mercados financieros es la de manejar el stock, y no la de generar un flujo financiero que alimentaría la inversión productiva.

El corto plazo de los mercados financieros revela la miopía de los agentes económicos.

La primera razón de ello es la miopía natural de los agentes económicos. Salvo el caso de los inversionistas institucionales, que por la naturaleza de su función deben operar con una perspectiva al más largo plazo, los agentes en su mayoría parecen basar sus decisiones en criterios que involucran el corto plazo. El análisis técnico que pone énfasis en las oportunidades de venta y compra a corto plazo, es más comúnmente aplicado que el análisis fundamental, que evalúa el potencial de la empresa a largo plazo. Al respecto, recientemente ha aparecido un estudio sobre el mercado suizo. Este clasifica las empresas más importantes que cotizan en la Bolsa suiza desde un punto de vista fundamental; es decir, según su potencial a largo plazo. Resulta que sólo el 30% de las empresas son correctamente evaluadas por el mercado. El 70% restantes están ya sea sobrevaluadas o subvaluadas. Estos resultados llevan a cuestionar la hipótesis según la cual el mercado incorpora toda la información disponible. De hecho, es ante todo la expectativa de ganancias sobre un capital, y no sus dividendos, lo que motiva la compra o la venta. En consecuencia, no es tanto la productividad potencial de la empresa la que motiva las transacciones, sino más bien el hecho de que la empresa sea mal evaluada por el mercado. Este comportamiento no es irracional. Explotar las fluctuaciones alrededor de la tendencia es una de las maneras de vencer al mercado. Una mayor rentabilidad de la cartera es posible escogiendo títulos en el momento oportuno--algo que cada cual pretende saber hacer.

El hecho de que los valores del mercado bursátil reflejen sólo de manera muy imperfecta el potencial a largo plazo de las empresas y que la hipótesis de los mercados eficientes tan apreciada por las ciencias económicas repose sobre este postulado--el acto de fe según el cual los mercados financieros permiten una asignación óptima de los recursos--pueden ser puestos en tela de juicio. Es cierto que los precios son ajustados permanentemente y que los títulos no pueden ser indefinidamente sobrevaluados o subvaluados. A largo plazo, los precios de los títulos van a reflejar el potencial de la empresa. En la práctica, sin embargo, no existe el largo plazo, ya que la economía en general y los mercados financieros en particular se encuentran atrapados a perpetuidad en un proceso de ajustes interminable, es decir, en movimiento. Entre este momento y el hipotético largo plazo, innumerables transacciones se llevarán a cabo. Durante esta fase de adaptación, los precios fluctuarán alrededor de una tendencia que será modificada sin que por ello cambie el valor intrínseco de la empresa. De hecho, la tendencia no es un valor absoluto, y está más bien determinada ex-post sobre la base de fluctuaciones diarias o semanales.

Una oleada de compras haría subir una acción hasta el punto en que dejaría de estar subvaluada y, por otro lado, una oleada de ventas haría

bajar el precio de una acción sobrevaluada. En el caso de aumento, vemos incrementarse el patrimonio de quienes poseen acciones, sin que por ello haya aumentado el capital físico en sí. Este fenómeno se parece a la inflación, de cuya presencia los agentes se alegran (reacción inusual) en lugar de quejarse. Esta paradoja puede explicarse por el hecho de que el aumento de precios beneficia a los que poseen una acción, en tanto la hayan adquirido a un precio más bajo.

En este contexto, las comisiones y beneficios del sector financiero disminuyen conforme aumenta la inversión productiva.

Una cantidad importante de ahorros y de recursos humanos son así afectados a fin de obtener una evaluación correcta de los mercados y empresas. Las comisiones que ganan los intermediarios son el reflejo de la inadecuación sistemática entre el precio del mercado y el valor intrínseco de las acciones, de una parte; y de la otra, provienen de que cada uno de los inversionistas en el mercado de valores cree ser el mejor informado. De hecho, las comisiones y ganancias generadas por los múltiples cambios de manos de una acción corresponden a un costo que representa una pérdida neta en términos de inversión productiva. Además, la inestabilidad creada y mantenida de esta manera es particularmente nefasta para las empresas, que ven elevarse sus costos de refinanciación (la prima de emisión se calcula sobre la base de la inestabilidad).

La hipótesis de que en virtud de su liquidez y de los ajustes permanentes de precios los mercados financieros garantizan una asignación óptima de los recursos no puede ser aceptada en su forma simple. Es sólo cierta a largo plazo, que no existe más que en la abstracción teórica. En el corto plazo, día tras día, los precios buscan reflejar el potencial de la empresa y anticiparse a las futuras reacciones del mercado, sin llegar nunca verdaderamente a conseguirlo. Es en esta permanente falta de continuidad entre el corto y el largo plazo que el sector financiero encuentra su razón de ser.

1.6. Las dimensiones del sector financiero

El rol y la evolución de la Bolsa de Valores tienen sus raíces en las actividades del sector financiero. A este respecto, las actividades financieras generan valor agregado y empleos, y son en consecuencia parte integrante de la actividad económica moderna.

Las economías de mercado son ahora predominantemente terciarias. En efecto, las actividades de servicios ocupan un número siempre creciente de empleados y generan ingresos cuya importancia en términos

relativos excede los dos tercios del producto bruto interno. De este modo, la posibilidad de que un norteamericano fuera empleado en el área de servicios era de casi el 70% a fines de los años 80, mientras que en los años 60 era apenas superior al 50%. Lo mismo sucede en los demás países desarrollados. Es en este contexto de terciarización que el sector financiero ha afirmado su importancia en la actividad económica contemporánea.

Una parte creciente al valor agregado y

Según la International Standard Industrial Classification (ISIC), el sector financiero comprende bancos, sociedades financieras, aseguradoras, agencias inmobiliarias, oficinas de consultoría, servicios comerciales, etc. Definido así, el sector financiero representa en los Estados Unidos y el Reino Unido más del 20% del valor agregado. Su importancia en Francia y Japón es algo menor, y se ubica entre el 15 y el 20% de la actividad económica. Entre las grandes potencias económicas, sólo el sector financiero alemán ha contribuido con menos del 15% al valor agregado. En todos los países desarrollados el sector financiero crece más rápidamente que el resto de la economía, tanto en términos absolutos como relativos.

.... al empleo.

En términos de contribución al total de empleos, los Estados Unidos y el Reino Unido cuentan con más del 10% de la población activa desarrollando actividades financieras. Al otro extremo, el sector financiero alemán provee menos del 7% de empleos, y el suizo algo más del 5%.

Dependiendo del país analizado, las actividades financieras pueden acentuar tanto como contrarrestar los ciclos coyunturales. En efecto, es apenas posible aislar una tendencia común a los principales países industrializados. Así, en Alemania y los Estados Unidos las instituciones financieras (bancos y compañías de seguros) desempeñan un papel estabilizador en el empleo total, ya que a partir de la recesión la tasa de crecimiento del empleo en esos dos campos de actividades ha descendido pero sigue siendo positiva, mientras que aquella del empleo total muestra valores negativos. Lo mismo sucede en ambos países respecto al incremento del valor agregado del sector financiero, que tiende a amortiguar los ciclos coyunturales. Por el contrario, en Francia y Japón el sector financiero acentúa las fluctuaciones de la tasa de crecimiento de la actividad económica, ya que en épocas de recesión económica la

disminución de la actividad financiera es superior a la que afecta a los demás sectores de la economía.

La capitalización bursátil ha crecido enormemente durante los últimos veinte años.

Al igual que el número de empleados y el valor agregado, la capitalización bursátil de las economías modernas aumenta en términos absolutos y relativos. En efecto, entre comienzos de los años 70 y fines de los 80, el valor total de las acciones se multiplicó más de tres veces en Suiza, de cuatro en los Estados Unidos y Alemania, más de ocho en el Reino Unido y de doce en Japón y Francia. Durante el mismo período el enorme crecimiento de la capitalización en términos absolutos estuvo acompañado por un incremento de su importancia relativa en términos del PNB. Hacia fines de los años 80, la capitalización de acciones (como porcentaje del PNB) había alcanzado cerca del 19% en Francia y Alemania, 48% en los Estados Unidos, 70% en Suiza y el Reino Unido, y más del 100% en Japón.

De esta manera, las finanzas tienen una doble función en las economías modernas: sostienen la actividad económica, siendo a su vez un sector de actividad igual que los demás. En este contexto queda por determinar si la expansión de las actividades financieras encuentra su razón de ser en la actividad económica real, o bien si ésta refleja la autonomía de la esfera financiera.

1.7. Bolsa y coyuntura

Los mercados financieros, y más específicamente, el movimiento de los índices bursátiles, deberían según la teoría de los mercados eficientes, anticiparse a la coyuntura, es decir, a la evolución del PNB.

La teoría de los mercados eficientes está en tela de juicio.

La hipótesis de la eficiencia de los mercados financieros comprende tres dimensiones. La eficiencia en la información, por medio de la cual el conjunto de informaciones pertinentes a la evaluación de un activo (pronósticos coyunturales, sectoriales, de empresas y de tasas de interés, etc.) es accesible a todos los agentes. La racionalidad del comportamiento de los agentes garantiza por su parte que los precios sean el único reflejo de las expectativas racionales de los inversionistas respecto a sus beneficios futuros. La eficiencia en la organización formula la hipótesis según la cual el mercado en su conjunto canaliza los ahorros hacia los

sectores más productivos. Resulta así una adecuación perfecta entre la inversión financiera y la productiva.

Por atractiva que parezca, esta teoría presenta algunos problemas. Existen tanto las pruebas empíricas que invalidan la eficiencia de los mercados financieros, como las que la confirman. Las hipótesis formuladas son muchas, y de hecho no pueden explicar las fuertes fluctuaciones de los precios y el auge de la especulación. La polémica sigue viva, y los factores ideológicos en juego son de suma importancia, y en consecuencia no es posible sentirse satisfecho con una afirmación perentoria, alegando que los mercados son eficientes en teoría.

A largo plazo, es probable que la coyuntura influya en los valores bursátiles....

Una causalidad entre la coyuntura y la Bolsa parece sin embargo muy probable a largo plazo: un título no puede ser indefinidamente sobrevaluado o subvaluado. Lo mismo vale y con mayor razón tanto para un mercado como para las Bolsas de Valores en su conjunto: No lo confirma así el final atroz de la sobrevaluación ocurrido el 19 de octubre de 1987? Sin embargo, en las transacciones que tienen lugar a corto plazo la situación es muy diferente. Los precios pueden desviarse considerablemente de sus niveles a largo plazo, es decir, de aquéllos que corresponden al potencial de crecimiento de la empresa. Es en este "trading", que hace obstinadamente abstracción del largo plazo, que se hacen y deshacen fortunas.

.... lo contrario es probable también: que la Bolsa influya en la coyuntura.

Por otro lado, parece bastante razonable contar con que la especulación influya a su vez en la coyuntura. Después del desmoronamiento de octubre de 1987, la contracción de la capitalización bursátil mundial se estimó en 2,000 billones de dólares. La importancia histórica de esta crisis dio lugar a los peores temores en cuanto a recaídas coyunturales. Sin embargo, dado los buenos resultados obtenidos durante 1988 tanto a nivel de empleo como de crecimiento, los pronósticos fueron revisados y los expertos coinciden ahora en afirmar que esta crisis financiera no tuvo repercusión alguna sobre la economía. Esta afirmación, no obstante, tiene varios matices.

La naturaleza de los mecanismos de transmisión que propagan las ondas del shock al interior de un sistema interdependiente es compleja; más aún, la duración de los plazos de transmisión sigue sin conocerse. El análisis es difícil, tanto más cuanto los bancos centrales han diferido

ajustes inyectando liquidez masivamente. En este momento constatamos una crisis en el sector financiero y una lentitud coyuntural general. Es así que una relación de causa-efecto entre la crisis de 1987 y la recesión generada en 1990 en los Estados Unidos no puede descartarse.

Es la crisis actual consecuencia de los excesos de 1987?

Las economías occidentales atraviesan actualmente una crisis tanto en el sector inmobiliario como en el sector bancario: ambos son importantes en razón de su peso relativo en el PNB y su rol protagónico en la economía. El sector bancario está en crisis por razones de crédito. Los deudores, cada vez más numerosos, no pueden más asumir sus deudas e incumplen, obligando a los bancos a mantener importantes provisiones de fondos. Esta crisis se debe en parte a una política de créditos demasiado laxista aplicada en la época del dinero fácil. Sus efectos no llegan a ser todavía enteramente visibles. Mientras en los Estados Unidos y aún en Suiza las quiebras de los bancos han sido ya declaradas, el movimiento está recién tomando forma en Japón. Las consecuencias para las familias y las empresas son evidentes: las primeras están en riesgo de perder su patrimonio, y las segundas (particularmente las pequeñas y medianas empresas) ven agotarse su fuente de financiamiento. No está el sector inmobiliario en crisis en la medida en que se cometieron excesos en la especulación antes de 1987?

Los valores bursátiles no pueden evolucionar indefinidamente desligados del sector real. Pero en qué sentido va la causalidad, si existe? Actualmente la inestabilidad del sistema financiero mundial parece mayor y más fácilmente transmisible a la economía real por causa de la globalización, los medios tecnológicos, así como la masiva titulización de los activos. La mayor parte de los activos (empresas e inmuebles) están financiarizados, de manera tal que una onda de shock financiero afecta la economía a nivel mundial. Paradójicamente, el crash de 1987, al poner fin a la especulación, tuvo al mismo tiempo efectos positivos. De hecho, a lo largo del período de alza de valores (1982-1987), la liquidez era retirada de la inversión productiva y de la industria en favor del sector financiero, ya que la inversión financiera permitía una rentabilidad netamente más elevada. La ducha fría de 1987 habrá generado un retorno al equilibrio? De allí a decir que los valores influyen en la coyuntura hay sólo un paso, que sería prematuro dar.

1.8 Discriminación contra las pequeñas y medianas empresas

Los cambios en el modus-operandi de los sistemas financieros llevaron en los años 80 a incrementar el número de pequeñas y medianas empresas cotizadas, en especial en los mercados secundarios, fuera de cuota, o en las ante-Bolsas. Esta evolución permitió a algunas PME abrir su capital al público, aunque en forma limitada, y de esta forma reforzar sus fondos propios a bajo costo. Sin embargo, la oportunidad de aprovechar las primas de emisión que iban a la par con la apertura del capital no se ofrecía más que a una fracción muy congrua de las PME. La desintermediación en el seno de los mercados financieros acentuó así la jerarquización entre pequeñas y medianas empresas, diferenciándolas por su acceso a las fuentes de financiación. Más aún, a fines de los años 80 y principios de los 90 se observó en todos los mercados una disminución en las transacciones sobre cuotas pequeñas.

Las multinacionales y las grandes empresas se han beneficiado con la ampliación del rol de los mercados financieros.

Las multinacionales y las grandes empresas se han beneficiado plenamente con la expansión de los mercados financieros en la medida en que han podido ya sea incrementar sus fondos propios siguiendo el camino del aumento de sus cotizaciones o consiguiendo capital extranjero a bajo costo. La globalización del sistema financiero les ha permitido de este modo adecuar las estructuras de financiación a las de sus actividades.

La ampliación del rol de los mercados financieros ha beneficiado también a las grandes empresas nacionales, permitiéndoles colocar sus acciones al público. Sin embargo, en la mayoría de los casos tales empresas permanecen fuera del mercado de bonos, ya que sus dimensiones y necesidades de financiación son demasiado modestas con respecto a la costumbre del mercado. Es así que, poniendo de lado los fondos conseguidos por incremento de capital, continúan financiando sus inversiones ya sea por medio de la autofinanciación o por vía de créditos bancarios.

En la parte inferior de la escala se encuentran las pequeñas y medianas empresas, es decir--según una definición de la CEE--las empresas que emplean entre una y 500 personas. En la inmensa mayoría de los casos se trata de empresas de familia, de muy pequeñas dimensiones. El nivel de sus fondos propios es pobre, así como sus posibilidades de autofinanciación. La expansión de los mercados financieros no ha ampliado verdaderamente el abanico de financiamientos accesibles a este

tipo de empresas, y el crédito bancario sigue siendo casi su única fuente externa de financiamiento.

Desde la perspectiva de colocación, cada categoría de empresas presenta sus características propias: Para las grandes multinacionales, el nivel de riesgo es cuantificado por agencias especializadas, mientras el volumen de acciones garantiza una gran liquidez a la colocación. No es el caso de las empresas consideradas de menor importancia, para las cuales la evaluación del riesgo es menos estructurada y la estrechez del mercado no excluye fluctuaciones considerables de sus acciones. Aún así, estas empresas presentan para los bancos garantías suficientes para obtener créditos en condiciones favorables.

No puede decirse lo mismo con respecto a las PME....

Sucede algo diferente con las pequeñas empresas. De una parte, estas empresas constituyen la clientela tradicional de los bancos locales, principalmente en razón de su entrelazamiento con la estructura económica y social del lugar. De otro lado, las PME constituyen por definición un grupo altamente inestable y por tanto riesgoso desde el punto de vista del crédito bancario. Ya que es muy difícil para un banco determinar los riesgos vinculados a tal o cual PME especializada, su política en materia de créditos a las PME es extremadamente conservadora y prudente, sobre todo en períodos de baja coyuntura. Por su parte las PME vencen la reticencia de los bancos aceptando tasas de interés que incluyen una prima de riesgo, y contentándose con estrechos márgenes de crédito. En comparación con las grandes empresas, tienen una doble desventaja: el costo del crédito y su racionamiento.

...para las cuales el financiamiento sigue siendo un problema....

Gracias a la evolución de los sistemas financieros los mercados de capital se han abierto más ampliamente a las acciones y bonos de las grandes empresas, lo cual lógicamente ha modificado la estructura de su financiación. De allí ha resultado probablemente una reducción de su demanda de créditos bancarios de las mismas. Paralelamente, una parte de los ahorros familiares ha sido desviada de los bancos a los títulos-valores. En vez de tratar de compensar la pérdida de grandes clientes aumentando los créditos a las PME ávidas de financiación, los bancos han incrementado el rubro de comisiones en su remuneración. Esto explica por qué a pesar de la relativa disminución de las necesidades de crédito de parte de las grandes empresas, el financiamiento de las PME--particularmente las más pequeñas y las más recientes--sigue siendo un problema. De hecho, como el costo de administración de un crédito no

depende directamente de su importancia, los bancos siguen mostrándose reticentes respecto a los clientes pequeños. Las nuevas PME son las más vulnerables, ya que los bancos tienden a rehusarles el crédito porque no tienen historia, elemento que la comunidad financiera considera aún como el indicador más confiable del desempeño futuro de una empresa.

...todavía más agudo en los países del Sur.

La globalización del sistema financiero mundial ha llevado a acentuar la jerarquización entre las empresas que requieren financiamiento. Las empresas que presentan riesgos cuantificables han visto mejorar sus condiciones de acceso al crédito, mientras la situación de las PME ha evolucionado en forma inversa. Esto es particularmente cierto en los países en vías de desarrollo, donde el ahorro--de por sí escaso--es muy fácilmente desviado de las empresas nacionales en beneficio de las "blue chips" mundiales. Parecería entonces que la globalización acentúa más aún la discriminación en contra de las PME en los países del Sur.

1.9. Mercados financieros y regulaciones

Los países muestran una gran variedad de tradiciones, doctrinas, prácticas y estructuras institucionales heredadas del pasado. Las regulaciones actuales no siempre son suficientes para ir a la par con el ritmo fulgurante de los mercados financieros. Los rápidos cambios que tienen lugar en el mercado financiero interpelan sin cesar a las autoridades reguladoras y requieren reformas sostenidas y coherentes en el tiempo.

Los sistemas de regulación actuales fueron concebidos cuando los mercados financieros eran mucho menos complejos e interdependientes. Algunos países siguen confiando en la autodisciplina de los agentes. Tradicionalmente las medidas de supervisión de los mercados de valores, de la Bolsa en particular, y de la regulación bancaria fueron adoptadas para proteger a los inversionistas contra el fraude y la manipulación de los valores, así como para protegerse contra la insolvencia de los intermediarios financieros.

Los nuevos riesgos...

Las innovaciones financieras constituyen un perfeccionamiento de los mercados financieros en la medida en que permiten una mejor distribución de los riesgos entre los agentes del mercado. En un plano sistemático, la globalización del sistema financiero mundial cambia su naturaleza, lo que

lo hace susceptible de aumentar los riesgos inherentes a las actividades financieras:

- Riesgos asociados a la inestabilidad (creciente) de los valores bursátiles, que afectan particularmente el valor de los instrumentos derivados (las opciones, por ejemplo);
- Riesgos asociados a la complejidad y a la compatibilidad legal de los instrumentos financieros propuestos y de su administración (proceso de innovación financiera);
- Riesgos asociados a la falta de transparencia en las transacciones y a la situación financiera de los agentes (transacciones en el mercado negro, por ejemplo);
- Riesgos relativos a la globalización de los mercados financieros (transmisión de shocks bursátiles, por ejemplo).

Estos nuevos riesgos exigen el conocimiento forzoso de los mecanismos del mercado y de los métodos de evaluación de los títulos, ya que una mayor inestabilidad, a veces discutida sobre un plano empírico, alimenta la especulación y favorece la aparición de nuevos instrumentos.

...son un desafío a las regulaciones estatales.

El propósito de las regulaciones estatales y de los eventuales códigos deontológicos alcanza tanto al comportamiento de los agentes especializados que operan en los mercados financieros como a la definición de los productos y el funcionamiento general de los mercados. Pocos países industrializados tienen regulaciones relativamente completas sobre los nuevos instrumentos financieros (opciones, contratos a plazos, etc.) pero algunos de ellos--debido a los acontecimiento de 1987--proceden a una revisión de las disposiciones y mecanismos de control a fin de suprimir lagunas inoportunas.

La armonización internacional de los ratios de capital elaborada por el Comité Cook y puesta en marcha en 1992 es un ejemplo reciente de un esfuerzo de reforma consecuente. La introducción del "ratio Cook" limitará el crecimiento de los activos bancarios, limitando a la vez la competencia desenfadada.

Son necesarios nuevos dispositivos legales?

El campo potencial de la regulación es amplio: va desde fijar condiciones mínimas a cumplir para lanzar un producto al mercado, hasta

las reglas de información, pasando por las medidas clásicas de protección al inversionista. La aparición de nuevos productos y el proceso de concentración emprendido en el sector financiero presentan algunos desafíos para las autoridades reguladoras.

En primer lugar, se trata de saber si las nuevas bases y dispositivos legales sobre las innovaciones financieras son verdaderamente necesarias y cuál puede ser el rol de la autorregulación de los agentes en los mercados financieros. Es bien sabido que las regulaciones pueden por sí mismas provocar la aparición de nuevos instrumentos y de comportamientos corruptos.

Existe el riesgo de fragmentar el poder de supervisión tanto a nivel nacional como internacional.

En segundo lugar, existe el riesgo de fragmentar el poder de control y de supervisión, ya sea con respecto a las diferentes categorías de agentes (bancos, gestión de fortuna, comercialización de títulos-valores, etc.) o a los distintos segmentos del mercado financiero (acciones, bonos, productos derivados, etc.). La coordinación de las medidas y de las autoridades de control es importante ya que tanto los agentes como los productos son sustituibles, y las medidas adoptadas por una u otra autoridad pueden ser contradictorias.

Finalmente, a nivel internacional existe incertidumbre respecto a la distribución de competencias entre las autoridades reguladoras. Una cierta armonización internacional de las regulaciones de los mercados financieros sería deseable a fin de evitar la competencia entre países, en detrimento de la calidad de la supervisión. Haría falta quizás reemplazar el enfoque bilateral tan ampliamente difundido actualmente, por un enfoque multilateral?

1.10. Los mercados financieros en el desarrollo y en la transición

Es el mercado financiero un instrumento de desarrollo económico para los países en vías de desarrollo (PVD) y para Europa del Este? En otras palabras, dichos países pueden, gracias a la creación de las Bolsas de Valores, esperar una solución a su problema de financiación de la inversión productiva?

Tanto en los países en vías de desarrollo (PVD)....

Los PVD se enfrentan con dos problemas diferentes pero complementarios: de un lado, el bajo monto de transferencias netas a su favor, y de otro, la fuga--por toda clase de canales--del ahorro nacional hacia los centros financieros internacionales. El desarrollo de los mercados financieros propios de los PVD podría contribuir, al menos en teoría, a la solución simultánea de ambos problemas, frenando la fuga de capitales nacionales y atrayendo capitales extranjeros. Según la International Finance Corporation (IFC), las Bolsas de Valores son para las economías emergentes (países con una alta tasa de crecimiento y más desarrollados que los PVD) instrumentos al servicio de la industrialización. De hecho, la IFC aconseja a los PVD en su conjunto favorecer la creación de Bolsas de Valores. A la luz de observaciones realizadas en las Bolsas de Valores de los países en vías de desarrollo, no faltan argumentos: Posibilidad para las grandes empresas de captar capitales en los mercados nacional y extranjero; flujos crecientes de capital bajo la forma de inversiones en cartera hacia los países del Sur, que ofrecen una rentabilidad considerablemente superior a las de los países desarrollados; mayor eficiencia económica gracias a la liberalización de los sistemas financieros; así como un estímulo al ahorro nacional.

....como en los países del Este, la Bolsa es considerada frecuentemente como instrumento de desarrollo....

En Europa del Este el nacimiento de las Bolsas de Valores es frecuentemente visto como la clave del éxito de la privatización del sector estatal. Cualesquiera sean las modalidades técnicas de transferencia de la propiedad estatal al sector privado, una vez efectuada dicha transferencia, las Bolsas cumplirían una doble función. La primera--de lejos la más importante en las instancias iniciales del proceso de privatización--consistiría en distribuir, respetando la eficiencia económica, los activos previamente propiedad del Estado. La segunda--análogo al rol que la Bolsa debería desempeñar en los PVD--sería generar un flujo de capitales, nacionales y extranjeros, que servirían de palanca al crecimiento de las economías post-comunistas.

....a riesgo de discriminar a las PME, que son el estímulo para el desarrollo y la transición.

Aún así, ciertas condiciones deberían ser reunidas para que los mercados financieros se conviertan en un verdadero estímulo para el desarrollo y la transición. Las pequeñas y medianas empresas (PME) deberían ser protegidas contra la discriminación en cuanto a su acceso a las fuentes de financiación. La acotación es importante en la medida en

que un sector privado vigoroso con una densa red de PME es considerado por un número cada vez mayor de instituciones de ayuda al desarrollo y de especialistas en el proceso de transición como condición y prioridad para un desarrollo sostenido. Haría falta, además, que los capitales extranjeros encontraran efectivamente el camino hacia la inversión productiva. En fin, la evolución de los mercados financieros nacionales debería no solamente estimular el ahorro interno, sino además incrementar la proporción del ahorro orientado hacia la inversión productiva. A primera vista, estas condiciones están lejos de ser cumplidas en la mayor parte de los países en vías de desarrollo, así como en las economías en transición.

Lo que cuenta, en definitiva, es la inversión productiva.

Los mercados bursátiles de las economías emergentes han registrado durante los últimos años resultados frecuentemente espectaculares. Mientras tanto, después del entusiasmo inicial de parte de los inversionistas y de las agencias internacionales de desarrollo, han surgido las dudas. Según un antiguo funcionario del Banco Mundial, las colocaciones efectuadas en los mercados bursátiles no benefician a las empresas, sino reflejan simplemente el arbitraje de los inversionistas, que mueven la demanda de un activo a otro.

El hecho de que la inestabilidad de los valores sea mayor y que la inestabilidad promedio del accionariado sea cuatro veces superior que en los países industrializados sostiene esta inquietud. No faltan los ejemplos de fracasos: Las Bolsas de Varsovia y de Budapest--cuya inauguración fue proclamada como un paso crucial en la transición--acumulan contramarchas. En cuanto al argumento de una mayor eficiencia gracias a la Bolsa, se debilita en la medida en que el sistema jurídico y el derecho de propiedad son la mayor parte de veces deficientes en los países del Sur y en Europa del Este, fomentando así la manipulación en beneficio de los entendidos. Por último, es necesario subrayar que la alta rentabilidad de los mercados bursátiles en las economías emergentes es sin duda un criterio determinante para confirmar su atractivo, pero otro factor existe en débil correlación--por no decir correlación negativa--entre dichos mercados y los mercados de los países desarrollados. Estos permiten a los inversores diversificar sus carteras y protegerse así contra los altibajos de las Bolsas de Tokio o Nueva York.

En última instancia, la cuestión es saber cuál es el vínculo entre el desarrollo industrial de las economías del Sur y de Europa del Este, y el desarrollo de los mercados bursátiles en dichos países.

PARTE II

MERCADO FINANCIERO E INVERSION PRODUCTIVA

2.1. Introducción

Cómo contribuyen los mercados financieros en general--y las Bolsas de Valores en particular--a la inversión productiva y a la creación de nueva riqueza? Cómo explicar y qué pensar de la creciente desconexión entre los mercados financieros y la economía real? Se trata de una evolución característica de la sociedad post-industrial o bien es un embrollo en el cual la economía mundial se sumerge sin darse cuenta, absorbida como está por preocupaciones a corto plazo?

Si bien estas interrogantes fundamentales conciernen en primer lugar al mundo financiero, tocan en realidad muy directamente a todos los sectores: la industria y los servicios, los países de la OCDE y aquellos que tratan desesperadamente de entrar al club de los ricos. **Una economía de rentistas toma paulatinamente el lugar de la de productores, y aunque no aparece en forma real, este cambio ya tiene lugar a nivel de pensamiento.**

Los análisis presentados aquí se efectúan sobre un terreno particularmente árido, ya que se trata de encontrar la relación entre eventos generalmente observados en forma aislada, que pertenecen tanto al mundo de las finanzas como al de la economía llamada real. Dos ejemplos ilustran este objetivo.

Un sinnúmero de analistas financieros siguen los movimientos de las empresas que cotizan en la Bolsa. Reaccionan al más leve indicio respecto a los resultados o a las perspectivas a mediano plazo. El pánico cunde cada vez que una gran Bolsa mundial cae en un 10%, aún cuando no se conoce la contribución al producto nacional de las empresas que

cotizan, y se ignora el efecto real que una caída de los precios puede tener sobre el funcionamiento de dichas empresas.

La evolución cotidiana de los mercados financieros ocupa algunas de las mentes más brillantes del planeta, pero la cuestión de la relación a largo plazo entre su rendimiento y el producto nacional no interesa más que a algunos visionarios. Sin embargo, el boom de los mercados financieros durante los años 80 es flagrante...y no tiene explicación.

2.2. Los términos del dilema

La Bolsa no es más que una fuente marginal de financiación de las empresas en los países económicamente más desarrollados,....

Inicialmente, la razón de ser de la Bolsa fue otorgar financiamiento a las empresas. Gracias a ella, al entrar en la Bolsa o al aumentar su capital, las empresas conseguían los capitales necesarios para su expansión. Hoy en día, las Bolsas más desarrolladas del planeta han abandonado casi totalmente esa función. De una parte, las nuevas emisiones representan menos del 5% solamente del conjunto de transacciones, y por lo tanto, una actividad marginal. De otra parte, desde la perspectiva de las empresas, la financiación por medio de la emisión de acciones--y aún de bonos--es sumamente frágil. Paradójicamente, cuanto más importante es la plaza financiera, menos se preocupa de la financiación de las empresas.

...en consecuencia, su función de "guardián del patrimonio" toma la delantera sobre la de asignador de recursos en el seno de la economía.

De acuerdo a la evidencia, los cambios en la capitalización bursátil de las grandes plazas financieras reflejan generalmente las variaciones de los precios de las acciones ya cotizadas, siendo marginal el aporte de nuevos ingresos en la Bolsa o de sus emisiones. En consecuencia, las variaciones en la capitalización indican variaciones--nominales o reales--del patrimonio de quienes poseen acciones, y los afectan en primer lugar. Dichas variaciones afectan a las empresas que cotizan sólo en la medida en que la inestabilidad de los precios influya en las condiciones de emisión de las nuevas acciones.

El aumento de la capitalización bursátil se financia sólo parcialmente en los mercados financieros; el resto se obtiene del desvío de medios de financiación, particularmente en detrimento de la inversión productiva.

Los mercados financieros no ocupan compartimentos estancos. Las variaciones del patrimonio deben ser financiadas, al menos dentro de ciertos límites, lo que implica captar recursos externos. Cómo cuantificar la necesidad de financiación suplementaria que resulta de las variaciones de la capitalización bursátil? Sólo se necesita para ello multiplicar dicha variación de un año al otro, en valor corriente, por la tasa de rotación de las acciones; es decir, por la proporción de acciones en el mercado que cambiaron efectivamente de manos durante el año. De hecho, es solamente a raíz de las transacciones efectivas que la diferencia entre el precio antiguo y el nuevo tiene que ser financiada. Al aumentar la capitalización bursátil, su incremento multiplicado por la tasa de rotación es financiado por medio del aumento de los créditos puestos a disposición por el sector bancario, pero se trata sólo de una cobertura parcial. El resto proviene de una reafectación de los medios de pago, por lo demás, disponibles en la economía. En otras palabras, el aumento de la capitalización ejerce un doble efecto: de un lado, es "autofinanciada" por la subsecuente creación de medios de pago; de otro, desvía de otras utilizaciones posibles una parte de los medios que moviliza. El efecto de la desviación es tanto más fuerte que la esperanza de rentabilidad cuando es ponderado por el riesgo, más elevado en la Bolsa que en la inversión productiva.

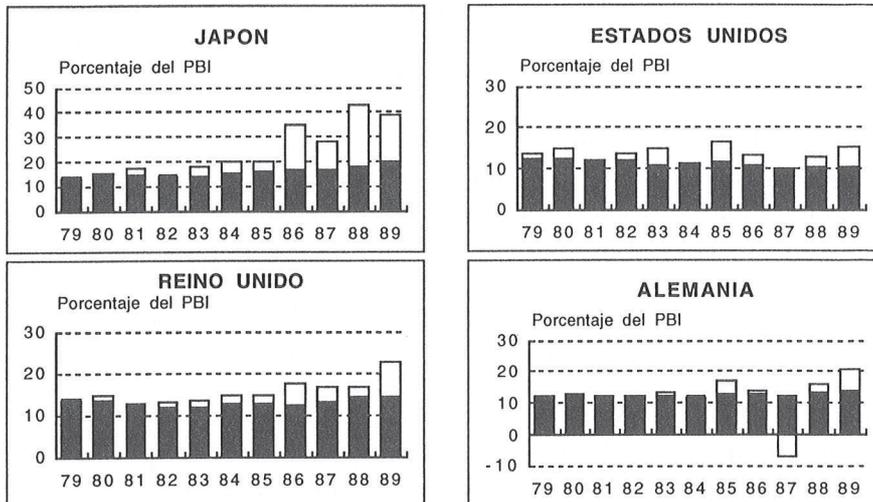
Una reducción de la capitalización se amortigua sólo parcialmente en los mercados financieros, debiendo amortiguarse el resto por medio de la reducción de los medios de financiamiento disponibles.

Al disminuir la capitalización, la destrucción del patrimonio, multiplicada por la tasa de rotación, es sólo parcialmente amortiguada por la destrucción de los medios de financiamiento creados antes para financiar su aumento. El resto es financiado por la captación de medios disponibles, en especial para la inversión productiva.

En época de crash financiero las autoridades tienden a incrementar la masa monetaria para impedir que la Bolsa o el mercado arrastren en su caída a la economía real. Si bien en época de depresión la intervención de los poderes públicos puede proteger la inversión real a través de una política ad-hoc, no sucede lo mismo en época de alza, para la cual ninguna prescripción de política monetaria puede ser claramente formulada.

A fines de los años 80 la capacidad de inversión de las economías occidentales no disminuyó; sin embargo, una parte creciente de ésta fue absorbida por la financiación del crecimiento explosivo de la capitalización, lo que afectó a la inversión productiva.

CUADRO 3: INVERSION FINANCIERA VERSUS INVERSION FISICA



Variación de capitalización bursátil a financiera
 Inversión privada bruta de las empresas

Fuentes: OCDE, FIBV, Cálculos propios

El financiamiento suplementario captado por la Bolsa desde su explosión histórica durante los años 80 debe compararse con la evolución de la inversión privada de las empresas. Los resultados son elocuentes: Muestran que la capacidad de inversión de las economías occidentales no ha disminuido en términos del PBI, si se le considera como la suma de la inversión física (bruta) y la inversión financiera, al servicio de la financiación del aumento de la capitalización bursátil. En todo caso, el volumen de recursos orientados a la inversión física ha disminuido, mientras que la inversión financiera ha aumentado explosivamente. Esto indica que el aumento de los precios desvía una parte importante y creciente de la capacidad de financiamiento de la economía, de la inversión real hacia la inversión netamente financiera.

En conclusión, toda variación de precios que se aparta en forma duradera y neta de la tendencia del PNB es nociva para la inversión productiva.

El caso del Japón ilustra la desviación al extremo.

El caso japonés es particularmente impresionante e ilustra bien el fenómeno: El aumento de la capitalización bursátil a ser financiado era de casi 600 billones de dólares en 1987, 640 en 1988 y "solamente" 260 en 1989, lo que representa respectivamente el 21% - 22% del producto interior bruto japonés. El aumento de la capitalización bursátil no ha beneficiado directamente a la inversión productiva, ya que esta se debió ante todo a una disparada de los precios y a que en 1988, por ejemplo, la emisión de acciones y bonos proporcionaron sólo un 11% del total de su financiamiento a las empresas niponas no-financieras. Este hecho--si bien es cierto, extremo--debe en todo caso ser ponderado por el hecho de que en el Japón la interdependencia y la solidaridad entre instituciones financieras y empresas son frecuentemente desconcertantes para quienes no los conocen.

La contabilidad nacional oculta hasta dónde llega la desviación hacia la inversión financiera de los recursos no-consumidos.

Parecería que las finanzas en general y los mercados financieros en particular son un polo de atracción--y de absorción--para el PNB, de la misma forma que la inversión real. De hecho, la financiación de la inversión física destinada a aumentar la capacidad productiva de la economía está en directa competencia con la de la inversión puramente financiera. Este análisis--cabe subrayar, preliminar--queda en suspenso con respecto a la contabilidad nacional clásica, en la cual no aparece la inversión financiera. Para expresar el efecto de los mercados financieros en términos de contabilidad nacional haría falta decir que una parte de los ingresos no-consumidos no va directamente hacia la inversión (en el sentido de la contabilidad nacional), sino que pasa por el mercado financiero, de donde es reorientada principalmente hacia el consumo (golden boys). Los mercados financieros contribuirían luego a inflar artificialmente el consumo, devolviendo una parte de los ingresos que les han sido confiados para cubrir un incremento del patrimonio (nominal). En última instancia, y contrariamente a lo que muestra la contabilidad nacional, una parte del ingreso nacional no sería ni invertida ni consumida, sino más bien utilizada para financiar el aumento de la capitalización bursátil.

Es el desvío de recursos un mal necesario?

La tesis del desvío de la capacidad de financiamiento de la economía por causa de los mercados financieros pone en evidencia la situación paradójica de la Bolsa, que en principio nació con la vocación de canalizar los capitales hacia las empresas más rentables y remunerar los riesgos. En

todo caso, esta tesis merece ser relativizada a la luz del hecho que, a fin de atraer los medios financieros inicialmente requeridos por las empresas, la Bolsa tuvo que dar una cierta garantía de liquidez a los inversionistas financieros. La existencia de un mercado secundario es luego necesaria para que las nuevas emisiones encuentren comprador (ver Sección VII). Todo es cuestión de proporción. Uno podría entonces preguntarse si en las condiciones actuales el efecto de desviación que acarrea el volumen de transacciones secundarias en la Bolsa está justificado por el volumen de nuevas emisiones. Teniendo en cuenta la importancia de la autofinanciación y el papel limitado que los mercados financieros desempeñan en el financiamiento de la inversión (ver Sección VIII), se siente uno tentado a responder en forma negativa.

2.3. Los precios y el crecimiento: Divorcio?

Ninguna "ley económica" rige la relación entre la Bolsa y la coyuntura.

El mercado bursátil es tradicionalmente considerado como un indicador avanzado de los movimientos coyunturales: Un alza durable sería así la señal anticipada de un resurgimiento económico, mientras que una disminución del índice anunciaría la contracción de la actividad. Sin embargo, la relación entre los comportamientos bursátiles y la evolución coyuntural no ha podido nunca ser demostrada en una forma lo suficientemente clara como para convertirse en una "ley económica".

El rendimiento acumulado del índice bursátil puede ser comparado--en los Estados Unidos sobre un período de treinta años, por ejemplo--con la tasa de crecimiento nominal acumulado del PNB, así como con el rendimiento acumulado--como telón de fondo--de las obligaciones y Bonos del Tesoro. Por qué comparar el rendimiento acumulado de un índice bursátil con el del PNB? Se trata de rendimientos de dos tipos de inversión--una financiera (el índice bursátil), la otra real--representativos en principio de la capacidad de producción de una economía en su conjunto. De forma lógica, ambos rendimientos deberían estar próximos uno del otro, ya que son expresión de una misma realidad económica.

El rendimiento de la Bolsa americana se aparta del crecimiento acumulado del PNB americano en 1983/84. Por qué?

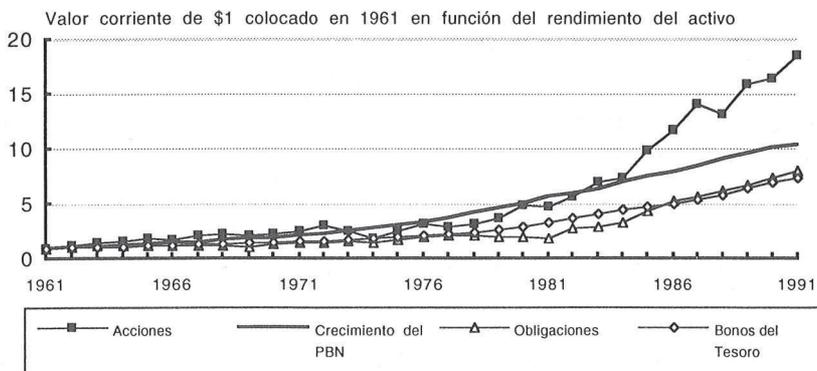
El índice Standard & Poors está compuesto por 500 empresas americanas consideradas las más importantes (S&P 500). En consecuencia su comportamiento debería ser representativo de la salud de

la economía americana. Sin embargo, como lo muestra el gráfico que describe la situación de los Estados Unidos entre 1961 y 1991, la hipótesis del "paralelismo" se confirma solamente hasta 1983/84. A partir de ese momento, un divorcio se produce: La Bolsa se dispara, mientras que el crecimiento (nominal) de la economía sigue sin cambiar su ritmo. Cómo explicar esta situación? Qué es lo que implica a mediano y largo plazo?

Se debe a que el S&P 500 no es representativo de la economía americana?

La brecha entre el índice bursátil y la evolución nominal del PNB americano puede explicarse por el hecho de que las 500 empresas que lo componen no son representativas del conjunto de la economía. Se trata ante todo de multinacionales, mientras que son las PME las que constituyen el grueso de la estructura económica americana; lo que implica que las actividades fuera de los Estados Unidos son más importantes para las S&P 500 que para el resto de la economía americana. Sin refutar el hecho de que es posible que las empresas más eficientes estén sobre-representadas en el S&P 500, es difícil admitir que la competitividad de la economía americana se vea bruscamente deteriorada.

CUADRO 4: INDICES DE RENDIMIENTO ACUMULADO EN LOS ESTADOS UNIDOS



La explicación alternativa (o complementaria?) de la no-representatividad de las S&P 500 debe buscarse en los mecanismos propios de los mercados financieros que se desarrollaron en los años 80. En efecto, es posible que las acciones, en especial aquellas tomadas en cuenta en el índice, hayan sido objeto de una demanda creciente a causa de la mayor liquidez que asegura una inversión financiera en comparación con cualquier otra colocación. Pero dicha liquidez tiene un precio!

O bien es porque los precios de las acciones han subido en forma explosiva a causa de la liquidez que ofrecen?

La Bolsa es un instrumento flexible de gestión del patrimonio financiero. Los títulos-valores tienen por función permitir a los agentes repartir sus activos de manera que encuentren la relación riesgo/rentabilidad que corresponda a las preferencias de cada inversionista, teniendo en cuenta las informaciones del momento. La liquidez de la colocación, es decir, la posibilidad de intercambiar rápidamente y sin costo excesivo el título por el dinero, es la condición sin la cual esta búsqueda constante de lo óptimo no tendría razón de ser.

La liquidez aumenta la rentabilidad de la inversión financiera y al hacerlo....

La necesidad de liquidez de las acciones no data de los años 80. Se vió ya en el origen mismo de la Bolsa. Sin embargo, podría decirse que el precio de la liquidez aumentó fuertemente durante el período de desregulación y globalización financiera. Los años 80 son así aquellos en que la importancia de los inversionistas institucionales y de los fondos de inversión contribuyó en gran parte a desviar el flujo del ahorro de los depósitos bancarios hacia modalidades de colocación más rentables. El incremento de la demanda de títulos-valores que así resultó dio origen a la "prima de liquidez" que ha venido a distinguir los títulos fácilmente negociables de otros activos que presentan la misma combinación de riesgo/rentabilidad. Si bien el atractivo de la liquidez creció efectivamente durante los años 80, esto podría significar también que los precios aumentaron por razones puramente financieras, sin relación alguna con el comportamiento económico de las empresas cotizadas.

....acentúa el desvío de la capacidad de financiamiento hacia la Bolsa, en desmedro de la inversión productiva.

La inclusión de una prima de liquidez cada vez mayor en el precio de las acciones ha provocado un aumento del diferencial entre la relación rentabilidad/riesgo de la inversión financiera y de la inversión productiva, en contra de la segunda. Como los agentes lógicamente no han tardado en notar este diferencial, han modificado consecuentemente la colocación de sus ahorros para favorecer la inversión puramente financiera sobre la inversión física.

2.4. Concentración en los mercados bursátiles

La actividad de las plazas financieras no ha dejado de crecer en los últimos quince años tanto en términos de capitalización como....

Según datos de la Federación Internacional de Bolsas de Valores (FIBV), la capitalización bursátil de las grandes plazas financieras del mundo no ha dejado de crecer desde 1978. En todo caso, subsisten grandes diferencias en términos de nivel y de ritmo de crecimiento. Con respecto al producto bruto interno (PBI), la capitalización bursátil de Alemania y de Francia es relativamente baja comparada con la del Reino Unido, los Estados Unidos o el Japón. Para el conjunto de las plazas analizadas, la capitalización ha entrado desde 1983 en una fase de crecimiento pronunciado; en el Japón dicha tendencia llegó a su punto más alto en 1989, para luego contraerse.

La capitalización bursátil varía, ya sea porque el precio de las acciones se modifica o porque la cantidad de acciones cotizadas cambia como consecuencia de nuevas emisiones o de retiro de la Bolsa. Los datos disponibles no permiten aislar directamente la importancia de los efectos "precio" y "cantidad" en las variaciones de la capitalización bursátil. Sin embargo, como se muestra en la Sección 6, la importancia de las nuevas emisiones es a su vez marginal como fuente de financiación de las empresas, y en relación al volumen de transacciones en la Bolsa. Así, el crecimiento de la capitalización bursátil se explica esencialmente por una disparada de los precios.

....de tasas de rotación....

La tasa de rotación, llamada también velocidad de circulación, de las acciones (relación entre el valor de las transacciones bursátiles y la capitalización) indica cuántas veces en promedio una acción cambia de manos en el plazo de un año. La tasa de rotación es un indicador de la estabilidad del accionariado de las empresas que cotizan. En las cinco plazas estudiadas, la tasa de rotación aumentó regularmente desde el principio de los años 80 para culminar en 1987. Las Bolsas americanas y alemanas se distinguen por una velocidad de circulación particularmente elevada, cerca del 100% en 1987, para caer enseguida alrededor del 40%. Para las otras Bolsas, 1987, año del crash financiero, coincide también con una velocidad de circulación punta; la caída en todo caso, es menos pronunciada en Francia, por ejemplo. Aún sin tener en cuenta este tope, de 1978 a 1991 la velocidad de circulación de las acciones en las grandes plazas bursátiles aumentó casi al doble, para situarse entre el 33-43% a fines de dicho período.

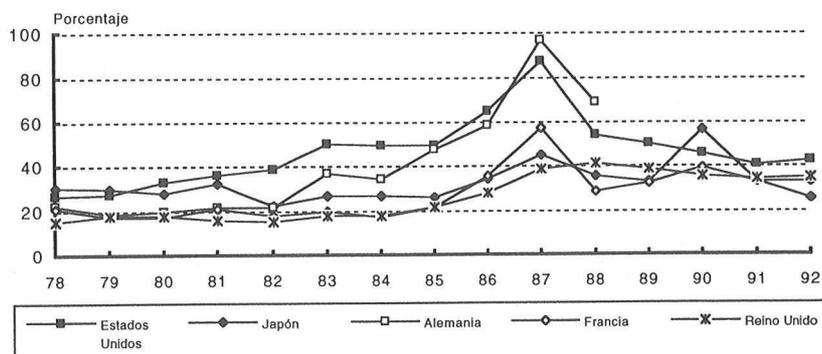
Las pequeñas plazas bursátiles muestran una velocidad de circulación relativamente baja en tanto los mercados llamados "emergentes" tienen una velocidad de circulación importante. Para el año 1991 se observa en ambos extremos una velocidad de circulación de 1,2% en la Bolsa de Luxemburgo, y superior al 290% en Taiwán.

...pero las acciones "vedettes" pueden desempeñar un papel determinante.

Para evitar errores de interpretación, la capitalización bursátil y la tasa de rotación de los títulos deben ser analizadas a la luz de la distribución de transacciones por título cotizado. De hecho, frecuentemente las transacciones se concentran en algunos títulos más apreciados. La Bolsa de Londres bate todos los récords de concentración ya que el 5% de las empresas que cotizan representa aproximadamente el 70% de la capitalización total del London Stock Exchange. El nivel de concentración varía según el país, pero se sitúa alrededor del 5% respecto a las empresas que cotizan, lo que muestra los límites entre el concepto de capitalización bursátil y la tasa de rotación.

La desproporción entre los títulos más activos y el conjunto de la Bolsa se encuentra así en el nivel de la tasa de rotación. Según datos reunidos por la Bolsa de Oslo, Alemania se distingue por el hecho de que el 80% de las transacciones (por ende, de la rotación) se efectúa sobre un 5% de las empresas, con una tasa de rotación para el conjunto del mercado de 101,2% en 1991. En consecuencia, y contrariamente a lo que podría creerse de acuerdo a esta última cifra, la mayoría de los títulos alemanes no cambia de propietario más que cada cinco años, ya que su velocidad de circulación es del 20%. El caso del Japón es diametralmente diferente: los títulos más intercambiados no explican más que el 40% de la rotación

CUADRO 5: TASA DE ROTACION DE LAS ACCIONES NACIONALES



Fuentes: FIBV, cálculos propios

total. Esto puede significar, de una parte, que esta Bolsa es activa en la promoción del conjunto de títulos y de empresas que cotizan. Parecería que el accionariado de la Bolsa de Tokio es en su conjunto netamente más inestable que el de Alemania.

2.5. Contribución al PNB de las empresas que cotizan en la Bolsa

La contribución de las empresas que cotizan en las grandes plazas financieras al total del valor agregado generado en la economía puede ser estimada....

Las empresas de una economía pueden ser repartidas en dos grupos, aquéllas que cotizan y las que no lo hacen. Esto permite interrogarse sobre la contribución de ambos grupos de empresas al producto nacional. Trivial en apariencia, la cuestión del valor agregado de las empresas que cotizan no parece merecer el interés de los investigadores, ya que ha escapado tanto a los economistas como a los analistas financieros.

....pero el ejercicio tropieza con serios problemas de método.

A pesar de la falta de estimados, la cuestión mantiene su pertinencia pero plantea múltiples problemas metodológicos. En particular, el carácter frecuentemente internacional de las actividades de las grandes empresas que cotizan en la Bolsa significa que el valor agregado que éstas generan contribuye a los productos nacionales de varios países. La comparación directa, por ejemplo, del valor agregado por las empresas que forman parte del índice S&P 500 al PNB americano tiene solamente un sentido limitado. Lo mismo puede decirse de la relación entre el valor agregado por la Royal Dutch y el PNB holandés, dado que la parte esencial de las actividades de la primera tienen lugar fuera de los Países Bajos. En otras palabras, si bien la Royal Dutch es la empresa holandesa más grande, su contribución efectiva al PNB de su país es muy baja respecto al conjunto de sus actividades, en tanto que la empresa representa por sí misma alrededor del 70% de la capitalización y explica el 60% de la velocidad de circulación de la Bolsa de Amsterdam. Para juzgar el lugar de las sociedades internacionales y de las multinacionales, el marco de referencia debe ser, por lo tanto, mundial. Dejando de lado la elección de la zona de referencia, el estimado de la contribución de las empresas que cotizan en la Bolsa al PNB tropieza con problemas de datos, ya que la mayor parte de las clasificaciones de empresas no incluye el volumen

global de los salarios, necesario no obstante para el cálculo del valor agregado por la empresa.

Las mil empresas (industriales) más grandes del mundo generan aproximadamente el 10 % del producto bruto mundial.

La estimación del aporte en valor agregado de las 1,000 empresas industriales más grandes que cotizan en la Bolsa al producto bruto mundial permite soslayar la cuestión espinosa de la elección de la referencia geográfica. Esta aproximación capta lo esencial de la capitalización bursátil mundial. Según este estimado, las 1,000 empresas más grandes que cotizan en la Bolsa generan solamente alrededor del 10% del valor agregado mundial y algo menos del 14% del valor agregado de los países de la OCDE.

En España las empresas que cotizan en la Bolsa contribuyen en 11,4% al producto nacional bruto.

El orden de importancia obtenido es confirmado por un cálculo más preciso, referido al caso de España. En efecto, la Comisión Nacional de Bolsas de Valores de Madrid tiene desde 1991 un banco de datos con las cuentas de explotación y balances de todas las empresas que cotizan; los datos utilizables cubren el 95% de la capitalización total de las Bolsas españolas. De esta manera se ha podido calcular el valor agregado de las empresas que cotizan, a partir del resultado neto de su explotación (beneficios, previo impuesto y previo dividendos). Este valor llevado al PNB representaría el 11,4% del producto bruto nacional de España.

Dichos resultados ponen en evidencia la desproporción entre el aporte efectivo de las empresas que cotizan en la Bolsa a la creación de riqueza, y la importancia otorgada a la información financiera respecto a las mismas.

La evaluación bursátil de las empresas no guarda relación con el valor del capital físico que poseen.

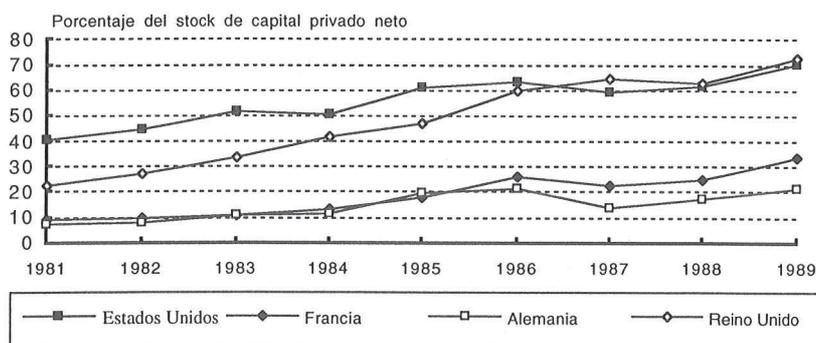
A pesar de su baja contribución al PNB, las empresas que cotizan parecen captar, paradójicamente, una parte importante y cada vez mayor del stock de capital físico (equipos y fábricas) de la economía. En efecto, si bien la capitalización bursátil expresa el valor de las empresas--por tanto, de los activos que poseen--ésta puede compararse con las evaluaciones que realiza la contabilidad nacional del stock de capital físico existente en la economía. La relación entre la capitalización bursátil y el stock de capital crece sin cesar desde 1981. En los Estados Unidos y el Reino Unido alcanza un nivel de aproximadamente el 70%, mientras

que en Alemania y Francia son del 20% y 30%, respectivamente. Quiere decir que las empresas que cotizan en los Estados Unidos y el Reino Unido poseen cerca de las tres cuartas partes del conjunto del capital productivo existente en la economía, mientras contribuyen a más o menos el 15% del valor agregado generado.

Admitiendo que un stock de capital de entre el 20% y el 70% genera menos del 15% del valor agregado, las empresas que cotizan son particularmente poco productivas; es esto posible?

Varios factores pueden ser invocados para explicar esta relación, a primera vista inquietante, que deja entrever ni más ni menos que una muy baja productividad de las empresas que cotizan en la Bolsa:

CUADRO 6: CAPITALIZACION BURSÁTIL (ACCIONES Y OBLIGACIONES NACIONALES)



Un problema de medida. La capitalización bursátil de una empresa puede ser superior al valor de su stock de capital físico (maquinaria, inmuebles, etc.), ya que en la evaluación la Bolsa incluye los activos inmateriales tales como la reputación y la "buena voluntad" ("good will"), las licencias y marcas detentadas.

Las empresas que cotizan tienen una mayor densidad de capital que las demás. No se excluye que las empresas que cotizan provienen principalmente de sectores donde la producción de capital es intensa. Si tal es el caso, la capitalización bursátil de las empresas de servicios--con gran densidad de trabajo--debería ser relativamente baja.

La "prima de liquidez". El precio de una acción no está en función solamente del valor intrínseco de la empresa (que es?), sino asimismo en

el hecho de que el título puede ser convertido en especies en cualquier momento. Aunque el nivel de la "prima de liquidez" no sea necesariamente estable en el tiempo, no debe verse como un costo suplementario a cargo del comprador, sino solamente como una suerte de "depósito" que éste recupera al momento de la reventa del título. Es únicamente a nivel macro-económico que esta "prima de liquidez" plantea un problema.

Entre estos tres factores, la prima de liquidez es particularmente atractiva ya que permite explicar el desfase entre el stock de capital y la contribución al PNB de las empresas que cotizan en la Bolsa, por la naturaleza del sistema financiero. De esta manera en los Estados Unidos y el Reino Unido este desfase es más patente y la importancia de la prima de liquidez se explica por un sistema que gira alrededor de los mercados financieros, en tanto que en Francia y Alemania la prima de liquidez tiende a desempeñar un papel ínfimo ya que se trata de sistemas financieros basados en el endeudamiento.

2.6. Mercados financieros e inversión productiva

Las diferentes dimensiones de la inversión revelan la variedad gerencial y económica del fenómeno....

En el más amplio sentido, la inversión productiva se refiere a todo gasto orientado a aumentar la capacidad productiva futura de la empresa. El aumento del balance es la señal contable de algunos gastos de inversión, pero no refleja ni de lejos la totalidad económica y gerencial del fenómeno. Las decisiones de inversión son micro-económicas por excelencia, difíciles de admitir a nivel macro-económico. Sin embargo, sin admitirlas es imposible apreciar el aporte de los mercados financieros a la inversión productiva.

....y es así que la inversión inmaterial escapa a ellas en gran parte.

En la era industrial la capacidad de producción era sinónimo de capital físico (maquinaria-útiles, muebles y herramientas, inmuebles industriales y comerciales). En esa época--al menos como se la percibe hoy en día--el balance de la empresa mostraba una imagen combinada del valor de los equipos y de la infraestructura. La irrupción de lo inmaterial en lo económico en la era post-industrial ha dado un nuevo sentido a la noción de "capacidad productiva", extendiéndola a los activos intangibles, tales como la competencia o el capital humano, las licencias, marcas, y aún los esfuerzos de investigación y desarrollo. Esto pone en evidencia la

diferencia entre el significado contable y mensurable de la inversión y la realidad tal como la viven las empresas. De este modo lo inmaterial tiene sólo derecho de ciudadanía parcial dentro del balance, aunque el futuro de muchas empresas depende de los montos que se le asignen. Además, los gastos en investigación y desarrollo, al igual que las demás inversiones inmateriales, no son siempre reconocidos en su justo valor por los mercados, que ven en ellos una fuente de gastos, que reducen por tanto los beneficios.

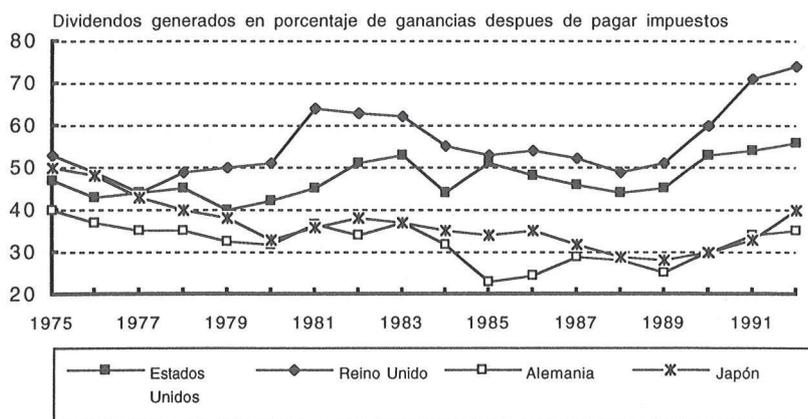
De ello se desprende que las teorías del crecimiento dejen de ser pertinentes.

En los años 80, años del desarrollo fulgurante de los mercados financieros, la tasa de crecimiento medida por la contabilidad nacional fue reajustada desde mediados de la década. Este reajuste se explica ante todo por un mejoramiento de la situación coyuntural, pero se debe también al aumento de la productividad del capital y la reducción de su costo. Sin embargo, estas variaciones en la inversión física explican cada vez con menor exactitud el crecimiento económico en los países de la OCDE. Hasta el segundo shock petrolero, la correlación entre la inversión física--desde el punto de vista de la contabilidad nacional--y el crecimiento económico era sólida y positiva. De esta manera, para el período de 1974/79, a un aumento de 2,3% en las inversiones materiales correspondía un 2,7% del crecimiento del PNB. A partir de los años 80 esta relación se redujo a un punto tal que en los años 1987/89 un crecimiento del 8,7% en la inversión material no generaba más que un aumento del 3,8% del PNB. Una de las explicaciones posibles de este desfase se encuentra en la contribución cada vez mayor a los gastos de formación, de investigación y desarrollo, y al incremento de las inversiones inmateriales. Según un estudio de la OCDE, la inversión tal como se define en la contabilidad nacional no explica más que una tercera parte del crecimiento económico. El resto--por así decirlo--debe atribuirse ya sea al aumento y mayor eficiencia del empleo, o a los cambios tecnológicos. Los avances recientes en la teoría económica del crecimiento tratan de tomar en cuenta las inversiones inmateriales y el conjunto de los gastos--de las empresas y la colectividad pública--que a la larga aumentan la capacidad productiva de la economía. En todo caso, los mercados financieros tienen una incidencia cierta, en materia de inversión, sobre el comportamiento de las empresas que cotizan en la Bolsa.

El comportamiento de las empresas se modifica bajo la presión de....

Si se admite que los dividendos pagados implican en parte una renuncia a la inversión productiva y a ciertos gastos en I&D, la presión de los mercados financieros puede influenciar la elección estratégica de las empresas. Un estudio llevado a cabo por el Ministerio de Industria británico echa una luz interesante sobre el impacto de los mercados financieros en la inversión productiva.

CUADRO 7: POLITICAS DE DIVIDENDOS



Dicho estudio está orientado a determinar la proporción de su facturación que las diez empresas más grandes de Gran Bretaña, Francia, Alemania, Estados Unidos y Japón dedicaron a la I&D en 1991. Se trata entonces de examinar la elección explícita entre la perennidad de la empresa y sus resultados a corto plazo. Según el estudio, las firmas inglesas y americanas favorecen el pago de dividendos en detrimento de la I&D, en tanto las empresas alemanas y japonesas se comportan en forma opuesta, siendo intermedio el caso francés.

...la miopía de los mercados financieros.

Bajo la presión de los mercados financieros las empresas distribuyen sus dividendos, aunque no necesariamente lo justifiquen sus utilidades. La relación entre los dividendos pagados y el beneficio después de pagar impuestos evoluciona en las empresas británicas de manera acíclica: Los dividendos aumentaron durante las recesiones de principios de los años 80 y principios de esta década, en tanto disminuyeron durante el período de resurgimiento a mediados de los 80.

Hasta mediados de los años 70, en todos los países estudiados las políticas de dividendos se parecen: Se distribuye del 40 al 55% de los

beneficios. A partir de ese período los países se singularizan paulatinamente: En 1992 las empresas británicas distribuyen el 74% de sus utilidades, las americanas 56%, las japonesas solamente el 40%, y las alemanas el 35%. La naturaleza del sistema financiero reinante podría explicar estas diferencias. Rodeadas de mercados financieros que reclamaban su parte de las utilidades, a las empresas anglo-sajonas se les impone la miopía, mientras las empresas alemanas y japonesas pueden permitirse--gracias a un sistema financiero basado en el endeudamiento--dedicar muchos más recursos a la preparación del largo plazo.

2.7. Cómo se financian las empresas?

Cualquiera sea el sistema financiero reinante, el autofinanciamiento está a la cabeza de las fuentes de financiación de las empresas....

La inversión se origina en un cálculo a largo plazo de las empresas, y en consecuencia debe ser financiada por fondos con vencimiento más bien a largo plazo. Teóricamente se ofrecen varias posibilidades a las empresas; El autofinanciamiento, que depende de su capacidad para generar un excedente de ingresos (cash flow), los préstamos bancarios, frecuentemente con vencimientos a corto plazo, los préstamos obligacionistas, y finalmente la emisión de acciones y de otros títulos de propiedad.

Según datos de la OCDE sobre el origen de los fondos de sociedades no-financieras, el financiamiento de inversiones por medio de la emisión de títulos representó en 1988/1989 el 8,1% del conjunto de la financiación de las empresas en los Estados Unidos; 12,5% en Japón y Francia; y más del 17% en el Reino Unido. El autofinanciamiento sigue siendo la mayor fuente de financiamiento en los cuatro países estudiados y, paradójicamente, es en los Estados Unidos donde la proporción de autofinanciamiento es la más grande. El recurrir a créditos bancarios es menos pronunciado en los Estados Unidos y en Francia que en el Reino Unido y el Japón.

...la Bolsa es sólo complementaria.

Otros estudios confirman la tendencia antes indicada, por ejemplo, J. Corbett (Economía Europea, Marzo 1990) encuentra que entre 1970 y 1985 el mercado de acciones financió sólo un 3% de las inversiones físicas en el Japón y 5,2% en Francia. En Alemania la contribución neta del mercado de acciones al financiamiento de la inversión fue de casi cero

(0,1%) y negativa en los Estados Unidos y Gran Bretaña (resp. -1,5% y -3,6%). La proporción de préstamos obligacionistas fue particularmente elevada en los Estados Unidos, alrededor del 12%, pero baja, y aún negativa, en los demás países. La del autofinanciamiento es consecuentemente muy grande, y constituye la fuente principal de financiamiento (60 a 100%).

**CUADRO 8: FUENTES DE FONDOS DE
SOCIEDADES NO-FINANCIERAS**

	ESTADOS UNIDOS	REINO UNIDO	JAPON	FRANCIA
En porcentaje	1989	1989	1988	1988
Títulos	8,1	17,4	12,5	12,5
Créditos bancarios	8,9	19,8	23,3	-1,2
Créditos comerciales	5,9	18,3	16,1	11,8
Autofinanciamiento	73,8	36,1	32,1	36,2
Otros	3,3	8,3	16,0	40,7
	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuentes: OCDE, Cuentas de empresas no-financieras

Estas cifras pueden llevarnos a tres conclusiones:

1. En todos los países, las utilidades no distribuidas constituyen la fuente principal de financiamiento de las empresas.
2. En todos los países, el préstamo bancario es la fuente principal de financiamiento externo.
3. Los mercados de valores en general, y el mercado de acciones en particular, desempeñan un rol muy limitado en el financiamiento de las empresas.

El mercado primario es aquel donde tienen lugar las emisiones de títulos, en tanto que el mercado secundario es donde se efectúan las transacciones sobre los títulos ya en circulación. Los montos negociados en el mercado primario corresponden al financiamiento de las empresas (abstracción hecha de las comisiones de los intermediarios, con frecuencia bastante importantes), por intermedio de los mercados financieros, mientras que los volúmenes negociados en el mercado secundario reflejan la redistribución de títulos entre las diferentes carteras. A fin de aclarar el vínculo entre la Bolsa y el financiamiento de las empresas, es de hecho crucial identificar en el conjunto de las transacciones bursátiles aquellas

que canalizan los fondos hacia las empresas y las que solamente redistribuyen los títulos entre las carteras; es decir, separar de las demás las transacciones que tienen lugar en el mercado primario. El examen de la evolución de las nuevas emisiones y del valor bursátil de las transacciones sobre acciones durante cuatro años (de 1988 a 1991) en 14 países permite formular un conjunto de hipótesis en cuanto al rol cambiante de la Bolsa en el desarrollo.

El mercado primario desaparece paulatinamente ante el mercado de ocasión (mercado secundario).

La importancia de las transacciones susceptibles de financiar las inversiones de las empresas está dada por la relación entre el monto de las nuevas emisiones de acciones y el valor anual de las transacciones en el mercado. Los países estudiados se clasifican en tres grupos, según la importancia relativa de su mercado primario. El primero está compuesto por los países en que la parte correspondiente al mercado primario es inferior al 5% del total de las transacciones; en el segundo grupo figuran los países cuya parte del mercado primario se sitúa entre el 8% y el 23%. En el tercer grupo están reunidos, por eliminación, los países con tasas atípicas.

El primer grupo está constituido por las "locomotoras" de la economía mundial, la médula del G7: Alemania, Estados Unidos, Francia, Japón, Reino Unido. La proporción de sus nuevas emisiones es sumamente baja, representando su mercado primario sólo el 2,9% de las transacciones bursátiles en dichos países.

El segundo grupo incluye esencialmente países europeos.. Estos son España, Finlandia, Italia, Noruega, Suecia, siendo México el único no-europeo. Estos seis países tienen en común una cantidad relativamente grande de nuevas emisiones, que llegan en promedio anual al 12,6%. En otras palabras, el mercado secundario representa el 87% de las transacciones bursátiles en dichos países, comparado con 97% en los países del primer grupo.

El tercer grupo de países de la muestra está compuesto por Argentina, Bélgica y los Países Bajos. Si bien la importancia de sus nuevas emisiones, en promedio del 14,8%, es comparable a la del segundo grupo, este tercer grupo muestra tendencias sumamente fluctuantes e inconexas (diferencia-tipo elevada entre una y otra observación). Argentina fue víctima de una inflación extremadamente alta durante los años 80, y su sistema financiero ha sufrido profundas transformaciones. Bélgica es un mercado pequeño, sacudido durante los años 80 por dificultades de la Société Générale. La Bolsa de los Países Bajos, finalmente, está

totalmente dominada por los títulos de la Royal Dutch, que constituyen más del 70% de su capitalización bursátil.

El financiamiento directo de las empresas aparece como una función secundaria, es decir, marginal, de las Bolsas modernas.

Según estos resultados, la proporción de nuevas emisiones en el volumen de transacciones en la Bolsa se sitúa en promedio, para el período 1988-1991, entre el 1,7% y el 4,8% en los países económicamente más desarrollados. Sigue siendo para todos los demás de aproximadamente el 20%. El caso de España es especial, ya que el 23% de sus transacciones, en promedio, correspondieron a nuevas emisiones.

CUADRO 9: PARTICIPACION EN % DE EMISIONES BRUTAS EN EL CONJUNTO DE TRANSACCIONES BURSATILES, 1988 A 1991

	Promedio	Diferencia-Tipo
GRUPO 1		
Japón	1,72	1,14
Estados Unidos	1,93	1,06
Alemania	2,08	1,19
Francia	3,73	0,96
Reino Unido	4,78	0,78
Conjunto de Países	2,85	1,03
GRUPO 2		
Noruega	8,36	3,97
Suecia	8,68	2,92
México	10,06	6,67
Finlandia	10,52	1,61
Italia	14,55	4,97
España	23,36	8,99
Conjunto de Países	12,59	4,86
GRUPO 3		
Argentina	9,12	9,88
Bélgica	17,02	12,71
Países Bajos	18,11	17,86
Conjunto de Países	14,75	13,48

Fuente: FIBV

Parecería que las funciones de la Bolsa evolucionan con el tiempo, en relación, a la vez, con el nivel de desarrollo de la economía implicada y con la necesidad de inversiones financieras. Las primeras etapas están caracterizadas por una alta proporción de nuevas emisiones, que baja a medida que la Bolsa "madura". La diferencia que separa a la Bolsa española de la Bolsa americana ilustra esta hipótesis.

2.8. La Bolsa: Gestión del patrimonio o asignación de recursos?

Esta serie de aclaraciones abre el camino a dos conclusiones preliminares:

1. Las empresas que cotizan en la Bolsa generan menos del 15% del PNB, lo que explica que....

Los estimados de la contribución de las empresas que cotizan en la Bolsa al producto nacional de diferentes países o regiones, convergen e indican que éstas no proveen más del 15% del PNB. Desde el punto de vista de las empresas, la Bolsa concierne sólo a algunos "happy few". En contrapartida al ventajoso acceso al financiamiento que ésta les asegura, la Bolsa ejerce sobre las empresas una presión que por intermedio de la política del dividendo los induce a privilegiar el corto plazo en desmedro de las inversiones (principalmente inmateriales) a largo plazo.

....en los países más desarrollados, la Bolsa ocupe un lugar marginal como fuente de financiamiento de las empresas.

Los análisis presentados muestran que la Bolsa y los mercados financieros en general desempeñan actualmente un rol secundario en el financiamiento de las empresas en los países más desarrollados del planeta. Por el contrario, en los países con un sistema financiero menos desarrollado, la Bolsa es la fuente más importante de financiamiento directo de las empresas. En consecuencia, no habría una respuesta global y única a la pregunta "Mercados financieros-Una expectativa defraudada?", ya que el contexto económico e institucional debe ser explícitamente tomado en cuenta de caso a caso.

2. La disparada de los precios en la Bolsa en los países más desarrollados....

La disparada de los precios en la Bolsa, y la capitalización que de ella resulta, se explica esencialmente por dos acontecimientos complemen-

tarios puramente financieros: El aumento de la demanda de activos financieros originado principalmente por la institucionalización del ahorro, y un cambio esencial y general en la manera de apreciar el valor de una acción: La evaluación llamada fundamental, referida directamente a la empresa a la cual concierne, ha dado paso al análisis preconizado por la moderna teoría de cartera, basada en las variaciones de precios anteriores. Así, las órdenes de compra y de venta son antes que nada generadas por las variaciones de precios, y no por sus niveles absolutos. Este doble cambio ocurrido durante los últimos diez a quince años explica la disparada de la rentabilidad de las acciones respecto a la tasa de crecimiento del PNB. Esto plantea la cuestión de saber si se trata de un cambio duradero en la relación entre la esfera real y la esfera financiera de las economías desarrolladas, o es tan sólo una diferencia que debe corregirse dentro de poco.

...ha sido parcialmente financiada por un importante desvío de los recursos financieros destinados a la inversión productiva.

La Bolsa y los mercados financieros en general desempeñan actualmente un rol de primer orden en la repartición de flujos de financiación en la economía. En efecto, las variaciones de la capitalización bursátil influyen a la vez en la necesidad y la capacidad de financiamiento. Toda variación importante es causa de un desvío de medios de financiamiento, que se realiza--al menos en parte--en desmedro de la inversión productiva. Si creemos en las indicaciones aquí presentadas, se trata de una presión que no tiene nada de marginal en la escala macro-económica, y que se ha acentuado en los últimos años.

La paradoja: el efecto directo de la Bolsa sobre las empresas es marginal, en tanto ésta tiene un impacto directo muy importante sobre la actividad productiva.

Las dos conclusiones más importantes antes mencionadas apuntan a la paradoja siguiente: Del punto de vista de las empresas, la Bolsa es marginal, aunque tiene una incidencia nada despreciable sobre la distribución de los flujos financieros en la economía. La solución de la paradoja exige que se abandone la idea, ampliamente difundida, según la cual el de las finanzas es un mundo cerrado en sí mismo donde nacen y se reabsorben las "bolas". De acuerdo con nuestro análisis, las Bolsas modifican fundamentalmente la repartición de los recursos financieros en la economía, afectado de esta manera a la inversión productiva. Según todo parece indicar, su efecto es diferente en cada caso.

PARTE III

MERCADOS FINANCIEROS EN EL DESARROLLO Y EN LA TRANSICION

3.1. Introducción

La paradoja puesta de manifiesto en el segundo folleto resume las conclusiones intermedias: Desde el punto de vista de las empresas, la Bolsa es marginal, aunque tiene una incidencia nada despreciable sobre la distribución de los flujos financieros en la economía. La Bolsa ejerce una influencia cierta sobre el sistema financiero, y asimismo sobre la estructura económica del país; queda por saber cómo se manifiesta esta incidencia y cómo evaluarla. Es ésta positiva o, por el contrario, potencialmente perniciosa?

La interrogante que precede cobra mayor importancia cuando el análisis se aleja del horizonte de los países industrializados, miembros de la OCDE (Organización de Cooperación y de Desarrollo Económicos) y se vuelve hacia el rol de la Bolsa en los países en vías de desarrollo o en transición hacia una economía de mercado. De la misma manera que en los países de la OCDE la Bolsa forma parte desde hace décadas del paisaje financiero, fuera de esa zona su creación surge ya sea de una decisión relativamente reciente o está todavía a nivel de proyecto. Esta situación confiere a los gobiernos de los países interesados una gran libertad en la definición de las reglas de funcionamiento de las nuevas Bolsas. La cuestión de saber si la Bolsa es, y en qué medida, susceptible de contribuir al desarrollo económico y a la transición hacia una economía de mercado adquiere en este contexto una evidente dimensión práctica. A fin de evitar en el futuro inconvenientes y decepciones, es importante durante el

período de puesta en marcha de la Bolsa identificar los riesgos vinculados a su existencia y encontrar los medios de limitarlos.

Por legítimas que parezcan estas preguntas, recibirán solamente respuestas fragmentarias y parciales. El objetivo de los análisis presentados en esta parte es aportar la claridad y los elementos de reflexión que sugieren las experiencias de los países de la OCDE y de los países en vías de desarrollo donde la Bolsa existe desde hace ya un buen tiempo. De hecho, dos razones impiden ir más allá y trasladar directamente a los países en vías de desarrollo la experiencia adquirida por los países de la OCDE en este campo. Para empezar, el desarrollo como objetivo de política económica no es necesariamente asimilable a la preferencia por la estabilidad en el crecimiento, que prevalece en los países ricos. Más aún, es universalmente reconocido--con razón o sin ella --que los países en vías de desarrollo se benefician con el aporte de fondos externos, en tanto ésta no es una preocupación dominante en los países de la OCDE. En consecuencia, la evaluación de la contribución de la Bolsa al desarrollo debe también tomar en cuenta este elemento, que no es preponderante en los países desarrollados.

A fin de evitar la dispersión, no abordaremos la cuestión por demás fundamental de la (in)adecuación de los sistemas financieros locales a las necesidades del desarrollo, y de las implicancias que esta situación puede tener sobre la política monetaria. En consecuencia, la relación entre los mercados financieros y el desarrollo se analiza desde tres perspectivas diferentes:

1. Una de las primeras expectativas de toda Bolsa es el financiamiento de las empresas. El financiamiento obtenido gracias a la Bolsa permite generar un valor agregado suplementario, lo que representa una contribución indirecta de la Bolsa al desarrollo. En todo caso, esto es cierto solamente si al mismo tiempo la Bolsa no provoca efectos negativos que limiten, compensen o aún sobrepasen el primer impacto positivo.

2. Algunas Bolsas emergentes están abiertas--según modalidades más o menos liberales--a las inversiones financieras provenientes del exterior, que modifican de rebote el comportamiento de los mercados que se benefician, y afectan indirectamente su desarrollo. Al mismo tiempo, la posibilidad para los inversionistas internacionales de ubicarse en las Bolsas de países en vías de desarrollo constituye una oportunidad novedosa. En consecuencia, para apreciar este tipo de relación financiera ambas dimensiones deben ser consideradas: La modificación provocada por el comportamiento del mercado local y la cuestión de saber si dicha apertura instaaura un flujo de fondos continuo o si, por el contrario, no suscita más que aportes intermitentes y revocables en cualquier momento,

por razones que no tienen nada que ver con las condiciones económicas locales.

3. Por medio de las empresas multinacionales, los países en vías de desarrollo se benefician de la capacidad de financiamiento de las Bolsas internacionales. De hecho, las empresas multinacionales recurren con frecuencia a estos mercados para aprovisionarse bien, tanto de fondos propios como de capitales externos. Como dichas empresas son al mismo tiempo agentes principales de la inversión directa en los países en vías de desarrollo, las multinacionales establecen entre los mercados financieros y el desarrollo una relación que merece tomarse en cuenta.

La complejidad de la relación entre la Bolsa y el desarrollo no permite llegar rápidamente a una conclusión general. Aunque tentadora, cualquier respuesta general del tipo "La Bolsa está al servicio del desarrollo" o por el contrario, "el desarrollo está al servicio de la Bolsa" no puede ser mantenida en todos los casos, especialmente debido a la gran variedad de situaciones nacionales. Las observaciones que ilustran el presente objetivo abarcan un lapso de tiempo relativamente corto y se refieren a 19 países en desarrollo en los que existe la Bolsa, pero que difieren en términos de ingresos por habitante, dinamismo económico, dimensiones e identificación cultural y geográfica.

El caso de las Bolsas en los países llamados "en transición" debe ser distinguido de las Bolsas emergentes, no solamente porque se trata de instituciones sumamente recientes (2 a 3 años), sino también porque en dichos países la Bolsa desempeña un rol específico en el contexto de la transición y de la privatización que la acompaña. Por este motivo la experiencia de la Bolsa de Varsovia se presenta aquí como fuente de enseñanzas.

3.2. Los mercados financieros emergentes

Las Bolsas llamadas "emergentes" son actualmente 24.

Durante los años 1970 y 1980 los sistemas financieros de los países de la OCDE evolucionaron, otorgando un lugar cada vez más importante a los mercados financieros, en tanto la proporción del crédito bancario en el financiamiento de las actividades económicas disminuía. En otras palabras, los sistemas financieros de los países de la OCDE se apoyan menos en el endeudamiento y más en los mercados financieros. Esta tendencia general ha afectado también a algunos países en vías de desarrollo (PVD) o está volviendo a tomarse en cuenta. Según datos de la

International Finance Corporation (IFC), las Bolsas llamadas "emergentes" son actualmente 24. Si bien en los países de la OCDE la evolución hacia un sistema financiero que deja un lugar cada vez mayor a los mercados financieros ha sido ante todo espontánea, no puede decirse lo mismo de algunos PVD donde las Bolsas son creadas o proyectadas para intentar paliar las debilidades del sector bancario.

Los gobiernos de los PVD tienden a apreciar la utilidad de cada institución desde la perspectiva de su contribución al desarrollo, que es su preocupación esencial. Además, en dichos países la participación del gobierno en la reglamentación del sistema financiero es más inmediata que en los países de la OCDE, y las opiniones de los organismos financieros internacionales (FMI, Banco Mundial, del cual forma parte la *International Finance Corporation*), tienden a cobrar una particular importancia. Si bien el nivel del ingreso nacional en los países desarrollados les permite rodearse de elementos redundantes, véase contraproducentes, en su sistema financiero los PVD no pueden tolerar ningún desperdicio de recursos; y lo mismo vale hoy en día para los países post-comunistas en transición. Consecuentemente, analizar la Bolsa en los países del Sur es interrogarse sobre su aporte como instrumento de desarrollo.

Para unos, todo nuevo mercado financiero mejora la asignación de los activos y contribuye al desarrollo económico; para otros, es preferible aumentar la eficiencia del sistema bancario.

La unidad de doctrina está notoriamente ausente en la materia, pues las opiniones reposan más sobre los a-priori ideológicos que sobre un análisis minucioso de los hechos. Dos escuelas de pensamiento se enfrentan. Resumida al extremo, la doctrina liberal y monetarista pretende que la Bolsa, como todo nuevo mercado, mejore la asignación de los activos financieros, y de esta forma la eficiencia de la economía en su conjunto. La doctrina intervencionista expresa la convicción opuesta. Sin una presencia importante del Estado en la economía y en las finanzas, no hay desarrollo posible. Cada una de estas dos tesis tiene partidarios a nivel internacional. De un lado, la *International Finance Corporation*, por ejemplo, que afirma en su informe "*Emerging Stock Markets Factbook*" de 1991: "*Los años 90 verán los mercados financieros desempeñar un rol cada vez más importante como instrumento de desarrollo económico*". De otro lado, la Conferencia de las Naciones Unidas para el Comercio y el Desarrollo (UNCTAD/CNUCED) que sugiere que "*...es quizás preferible aumentar la eficiencia del sistema bancario...en vez de intentar implantar un sistema de tipo anglo-sajón*".

La polémica prevalece, ya que ningún análisis de facto sería lo suficientemente convincente para terminar definitivamente con el debate.

Además, podría suceder que la cuestión fuera demasiado general y que en ciertas condiciones la Bolsa pudiera contribuir más fácilmente que en otras al crecimiento y al desarrollo. En todo caso, la cuestión general de la relación entre la Bolsa y el desarrollo no podría ser soslayada, aunque el análisis se refiera a un grupo de países muy disímiles entre sí, pero pertenecientes al grupo llamado "emerging", según la terminología de la *International Finance Corporation*. Por lo demás, algunas de dichas Bolsas son miembros de la Federación Internacional de Bolsas de Valores (FIBV), que publica igualmente datos bursátiles, facilitando así las comparaciones con las plazas financieras de la OCDE. Este es el motivo por el cual las cifras presentadas aquí se refieren a los países donde la Bolsa funciona desde hace ya un buen tiempo, y que además disponen de datos comparables.

Las Bolsas de los países en transición no pueden ser calificadas de "emergentes", ya que su importancia es aún marginal.

Los países post-comunistas en transición no forman parte de esta muestra, por dos razones. De una parte, las Bolsas de dichos países no pueden ser calificadas aún de emergentes, ya que su importancia es marginal. De otro lado, la problemática de la transición difiere en forma bastante profunda de aquella del desarrollo. A fin de evitar esta amalgama, un análisis sucinto de la Bolsa de Varsovia presentado por separado al final de esta parte permite captar algunas enseñanzas en cuanto a la manera en que la Bolsa podría ser útil a la transición.

La contribución de la Bolsa al desarrollo será abordada de acuerdo a tres aspectos bastante diferentes: Su dinámica y su importancia macroeconómica desde principios de los años 80, su contribución al financiamiento de las empresas, y finalmente, sus eventuales efectos negativos.

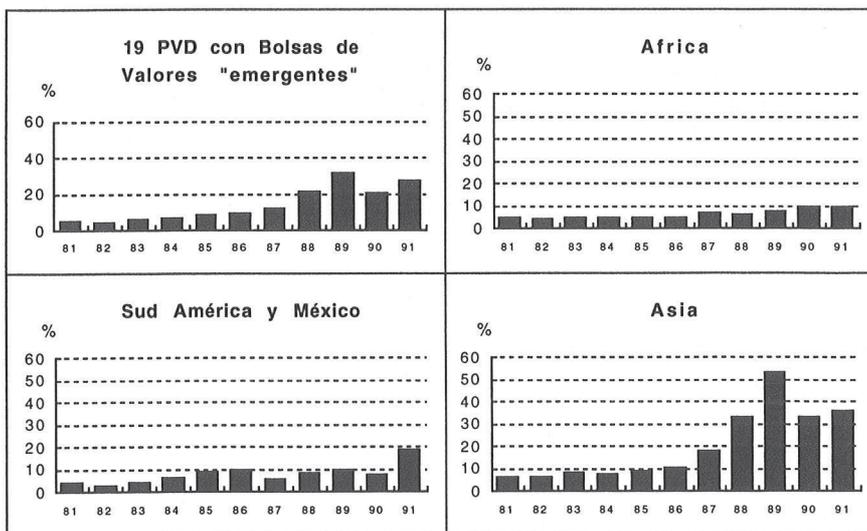
La Bolsa parece ocupar un lugar más discreto en los PVD que en los países industrializados, y sin embargo la divergencia entre la dinámica del PBI y la del índice bursátil es igualmente patente.

En los países en vías de desarrollo se encuentran igualmente diferencias marcadas entre la importancia de la capitalización bursátil y las dimensiones de la economía nacional, medida generalmente en términos del PBI (valor agregado) del país. La parte alícuota de la capitalización en el PBI alcanza valores relativamente bajos en dichos países, con la excepción de Malasia, Taiwán yJordania. Para la mayoría de los países la capitalización no representa más del 10% del PBI. A título de comparación, en Francia y Alemania el valor de las acciones

cotizadas representaba en promedio en los años 80 poco menos del 20% del PBI. Por el contrario, en el mismo período de referencia, de 1981 a 1991, dicha tasa era de más del 50% en los Estados Unidos, alrededor del 70% tanto en el Reino Unido como en Suiza, y en los años de 1990 a 1991, cerca del 90% en el Japón. Esto hace pensar que en el plano estrictamente macroeconómico la Bolsa ocupa un lugar netamente más discreto en los PVD que en los países de la OCDE, tanto más cuanto los montos absolutos en juego no son muy elevados en la escala planetaria, teniendo en cuenta el nivel de desarrollo relativamente bajo de dichos países. Sin embargo, en esos mismos países la divergencia entre la dinámica del PBI y la del índice bursátil es patente.

Los comportamientos respectivos de las tasas de crecimiento acumulado del PBI de los Estados Unidos y del índice Standard & Poors 500 han sido ya presentados en la Sección 2.3. El rendimiento acumulado del índice Standard & Poors 500 correspondía en 1991 (inicio del cálculo, 1961) a 171% del PBI. Si el período de observación va de 1981 a 1991, el resultado es de 214%, si éste se extiende únicamente de 1985 a 1991, el índice S&P 500 se inscribe en "solamente" 135% del crecimiento acumulado del PBI.

CUADRO 10: CAPITALIZACION BURSATIL, EN % DEL PBI POR REGION REGION



Fuentes: International Finance Corporation, Emerging Stock Markets, Factbook, 1991/92

**CUADRO 11: CRECIMIENTO ECONOMICO Y BURSÁTIL
promedio 1981-1991**

	Capitalización en % del PBI	Crecimientos acumulados: índice bursátil PBI
Jordania	52,4	0,4
Costa de Marfil	4,6	0,7
Malasia	75,0	0,7
Marruecos	2,6	0,7
Colombia	3,4	0,9
Corea	24,8	1,1
Indonesia	1,5	1,5
Nigeria	3,4	1,7 (a)
Zimbabwe	13,7 (b)	1,7
Pakistan	6,2	2,0
Tailandia	14,4	2,2
Argentina	3,5	2,7 (c)
India	7,4	2,7
Taiwán	52,0	3,3
Filipinas	9,9	3,9
Brasil	9,3	4,4 (c)
Chile	30,4	6,3
Venezuela	7,9	10,0
México	8,1	10,5

*Fuentes: Eco'Diagnostic, calculado de acuerdo al IFC y el FMI
(a) desde 1984, (b) desde 1982, (c) según datos expresados en dólares*

Entre los PVD examinados, la mitad presenta una divergencia mayor que en los Estados Unidos, entre el rendimiento acumulado de la Bolsa y el del PBI.

Entre los 19 países "emergentes" observados aquí, la mitad presenta una diferencia menor que en los Estados Unidos entre el rendimiento acumulado de la Bolsa local y el del PBI. En los otros países las distancias son más importantes, hasta llegar a 1,000% o más en México y Venezuela, seguidos de más del 600% en Chile y de 440% en Brasil. Es impresionante constatar que generalmente la diferencia es menos importante en los países asiáticos que en América Latina. Se constata

luego que durante la segunda mitad de la década de los 80 los rendimientos bursátiles en algunos PVD se distanciaron del PBI.

CUADRO 12: NUMERO DE EMPRESAS QUE COTIZAN EN LA BOLSA, INDICE BURSÁTIL Y CAPITALIZACION BURSÁTIL 1981-1991

	Número de empresas cotizadas en 1981	Crecimiento anual promedio en %	Correlación entre capitalización bursátil y ...	
			empresas	índice bursátil
Argentina	263	-4,7	0,13 (a)	0,76 (a)
Brasil	477	1,9	-0,18 (a)	0,94 (a)
Chile	242	-0,7	0,44	0,50
Colombia	193 (c)	-7,7	0,49	0,97
India	1 031	9,7	0,05	0,85
Indonesia	8	40,7	0,75	0,26
Costa de Marfil	23	0,1	0,41	0,48
Jordan	72	3,7	-0,11	0,57
Corea	343	7,6	0,59	0,95
Malasia	187	5,6	0,19	0,91
México	229	-0,3	0,16	0,87
Marruecos	75	-1,1	-0,43	0,25
Nigeria	93	4,5	0,11	0,02 (b)
Pakistan	311	5,8	0,40	0,99
Filipinas	190	-1,0	0,08	0,82
Taiwan	107	7,6	0,35	0,96
Tailandia	80	13,7	0,40	0,95
Venezuela	98 (c)	-5,8	0,48	0,97
Zimbabwe	62	-0,3	0,37	0,96

Fuentes: Eco'Diagnostic, calculado según el IFC, FIBV y FMI

(a) Correlación calculada según datos expresados en dólares,

(b) desde 1984, (c) desde 1982

Las Bolsas de numerosos países en vías de desarrollo, siguiendo los pasos de los países ricos, estuvieron particularmente activas a fines de los años 80, posiblemente gracias a que se resolvieron los serios problemas monetarios y financieros que afectaban a algunos de dichos países, especialmente en América Latina. Además de ese factor, la Sección 2.3. muestra varias explicaciones posibles para el divorcio entre el crecimiento

acumulado del PBI y los índices bursátiles: Importante crecimiento del sector financiero, prima de liquidez, incremento del ahorro institucional. Estas explicaciones son probablemente válidas también para las Bolsas emergentes, aunque en menor medida en lo que se refiere al ahorro institucional.

Las diferencias entre los aumentos de los índices en algunas plazas bursátiles emergentes han sido impresionantes, yendo del 100% en promedio anual en México y Venezuela, al 5 y 6% solamente en Jordania, Marruecos, Nigeria y Pakistán. El índice bursátil ha arrastrado en su camino a la capitalización bursátil. De esta manera la correlación entre el comportamiento del índice y la capitalización es sumamente fuerte (entre 0,7 y 1) en todos los países, salvo Indonesia, Marruecos, Nigeria, Costa de Marfil y Chile.

Con la excepción de Indonesia, se trata de países donde el incremento del índice ha sido muy alto o alto durante el período estudiado. No puede considerarse a la inflación responsable de la evolución de los precios de los activos financieros, tal como lo demuestra el nivel sumamente bajo de la correlación entre la evolución del índice y la inflación: En todos los países, la correlación es insignificante.

El enfoque macroeconómico no permite apreciar el efecto de la Bolsa sobre el crecimiento, es decir, sobre el valor agregado en la economía. Para responder a esta cuestión de manera definitiva, convendría analizar la contribución de las empresas que cotizan en la Bolsa al valor agregado nacional. Si por ejemplo fuera posible constatar que el valor agregado de las empresas que cotizan aumenta más rápidamente que el PBI, podría deducirse que se trata de un aporte, aunque indirecto, de la Bolsa. Entretanto, el alcance de las informaciones no permite efectuar dicho análisis, ni en los PVD ni en los países de la OCDE. Poniéndose en el peor de los casos, quedan los enfoques indirectos.

Los ingresos en la Bolsa no han sido particularmente numerosos en los PVD. En algunos países se ha podido ver inclusive una retirada neta de la Bolsa.

Los ingresos en la Bolsa en los países en vías de desarrollo no han sido particularmente numerosos, con la excepción de Indonesia, donde el crecimiento de las empresas ha sido del 40% promedio anual, partiendo de un nivel relativamente bajo. El crecimiento fue inferior al 10% en todos los otros países estudiados, salvo en Tailandia (14%) y en la India (10%). En ocho plazas financieras se ha observado aún una disminución del número de empresas que cotizan, sin que sea posible determinar las razones precisas.

En Indonesia el desarrollo de la capitalización bursátil se debe, ante todo, al ingreso en la Bolsa de nuevas empresas y no a la disparada de los precios de los títulos-valores.

El caso de Indonesia merece especial atención. Se trata de una verdadera explosión del número de empresas que cotizan en la Bolsa, acompañada de un crecimiento anual promedio de más del 150% en la capitalización bursátil. No es por lo tanto sorprendente constatar que la correlación entre el aumento del número de empresas y la evolución de la capitalización bursátil (0,75) es más elevada que entre esta última y el aumento del índice (0,26). Esta observación permite pensar que en Indonesia el efecto horizontal de la Bolsa (ingreso de nuevas empresas) ha sido más fuerte que su efecto vertical (aumento del índice). En Indonesia más que en ningún otro lugar las empresas nuevas que cotizan se han beneficiado con las ventajas ofrecidas por la financiación en la Bolsa. De hecho, el número de empresas que cotizan pasó de 24 en 1988 a 141 en 1991! En Chile y la Costa de Marfil parecería en cambio que el efecto horizontal ha sido de una intensidad comparable a la del efecto vertical, si consideramos sus niveles de correlación.

Entre los indicadores indirectos del efecto que la Bolsa podría tener sobre el desarrollo, el volumen de nuevas emisiones de acciones parece el menos discutible. De hecho, gracias a la Bolsa las empresas--las grandes empresas locales y (quizás) las filiales locales de multinacionales--pueden aprovisionarse de fondos propios, lo que debería llevar a un fortalecimiento de la estructura de su balance por efecto de la disminución de la relación entre capitales externos y fondos propios (debt to equity ratio). Para dichas empresas el mejoramiento de la estructura de financiamiento conduce a la disminución del costo del capital y/o al aumento de su capacidad de generar, respectivamente, valor agregado.

El análisis de la relación entre el mercado primario (nuevas emisiones de acciones) y el mercado secundario (volumen total de transacciones en la Bolsa) muestra ante todo que en los países más desarrollados donde los mercados son más grandes, la proporción de nuevas emisiones se ubica en promedio alrededor del 3%. Va hasta aproximadamente el 12% en los países industrializados de menor importancia económica.

El volumen de las nuevas emisiones en las Bolsas de los PVD es muy inestable.

Un análisis superficial de las Bolsas emergentes para las cuales existen datos disponibles permite formular algunas observaciones. El volumen de nuevas emisiones es muy inestable en las Bolsas de los PVD, y su volumen con relación al de las transacciones no es particularmente

elevado, comparado con los países de la OCDE. En términos de PBI por país, los financiamientos recientes siguen siendo bastante modestos, lo que tiende a mostrar que el rol de la Bolsa como fuente de financiamiento para las empresas es globalmente marginal.

Más de las tres cuartas partes de las nuevas emisiones son suscritas por empresas que ya cotizan en la Bolsa. La Bolsa beneficia entonces sólo a un número limitado de empresas.

El desglose de las nuevas emisiones entre empresas que ingresan en la Bolsa y los aumentos de capital de las empresas que ya cotizan pone en evidencia el hecho de que las ventajas de esta modalidad de financiamiento benefician en primer lugar a las empresas que ya cotizan en la Bolsa. Es así que el 75% y más de nuevas emisiones son suscritas por empresas que ya cotizan. Dicha situación muestra claramente que aunque la Bolsa permitiera a las empresas incrementar sus fondos propios en condiciones interesantes, esta oportunidad sólo se daría a un grupo muy limitado entre ellas. Por esta razón, y a reserva de un estudio más profundo del valor agregado por las empresas que cotizan, parecería que el aporte directo de la Bolsa al crecimiento no debe ser sobreestimado.

CUADRO 13: IMPORTANCIA DEL MERCADO PRIMARIO

	1984 - 1991 (a)		1989 - 1991			
	Mercado Primario en % del mercado secundario		Mercado Primario en % del PBI		Nuevos Ingresos en % del mercado primario	
	Promedio	Rango	Promedio	Rango	Promedio	Rango
Argentina	8,4	3	0,1	7	0,0	7
Brasil	3,8	6	0,1	6	2,2	6
Corea	4,3	5	1,8	3	18,2	5
Malasia	24,5	1	2,9	2	22,7	2
México	7,1	4	0,5	5	21,2	3
Taiwan	0,5	7	1,8	4	26,3	1
Tailandia	22,0	2	4,2	1	19,7	4

Fuentes: Eco'Diagnostic, calculado según la FIBV (estadísticas anuales)
(a) México desde 1985, Tailandia desde 1987, Taiwan desde 1988

3.3. Bolsas locales y desarrollo: Un aporte controvertido

La compra de títulos puede ser financiada por los encajes improductivos, por deducciones sobre el ahorro bancario, o por la liquidez proveniente del extranjero.

La aparición de la Bolsa, su subsiguiente desarrollo, y finalmente su crecimiento, modifican la estructura del sistema financiero de una economía. Además de un efecto directo sobre el desarrollo, la presencia de la Bolsa tiene asimismo un efecto indirecto que puede convertirse en determinante aunque no pueda ser medido. La cuestión debe abordarse bajo dos aspectos diferentes: De una parte, se trata de saber cómo son financiadas las transacciones sobre títulos, y de otra, cuál es el efecto del financiamiento de algunas empresas por intermedio de la Bolsa sobre los demás canales de financiamiento de la actividad económica. La compra de títulos puede ser financiada ya sea por encajes hasta el momento improductivos, por deducciones sobre el ahorro bancario, o finalmente por la liquidez proveniente del extranjero, que en algunos casos "regresa" al país.

Entre las tres formas de financiar la adquisición de títulos en la Bolsa, dos son de una naturaleza tal que tienen un efecto positivo sobre el crecimiento y el desarrollo (encajes improductivos, capitales extranjeros), en tanto que el efecto del impacto de una deducción sobre el ahorro bancario no puede ser determinado con precisión.

La compra de títulos financiados por capitales atesorados tiene un efecto positivo sobre el crecimiento y el desarrollo.

En los PVD el rol de la moneda en la vida cotidiana del pueblo difiere del que ésta desempeña en los países más ricos. En general parecería--si bien los estudios al respecto son muy limitados--que una parte importante de las especies circula totalmente fuera del sistema bancario. Una parte de estas especies está en poder de la población con fines de inversión y de previsión, mientras que otra parte está simplemente atesorada. En términos macroeconómicos, se trata de liquidez que es retirada temporalmente de la circulación y constituye por tanto un ahorro financieramente improductivo. Dejando de lado el nivel de desarrollo del sistema financiero, otros factores explican esta situación, en especial la importancia de las actividades económicas monetizadas que tienen lugar al margen de la ley. En los lugares donde el sector informal es importante, una proporción considerable del flujo financiero circula fuera del sistema bancario. La aparición de la Bolsa--a menos que la reglamentación

asegure una gran discreción--puede llevar a que los capitales temporalmente improductivos ingresen en el sistema financiero. Si la compra de títulos en la Bolsa es financiada por capitales atesorados, la creación de la Bolsa aumentará la capacidad de financiamiento de una economía, lo cual a cierto plazo debería tener un efecto positivo sobre el crecimiento y el desarrollo.

Con la liberalización de las relaciones económicas y financieras internacionales, las plazas financieras de los PVD tradicionalmente restrictivas se han abierto a los capitales extranjeros. Hoy en día estos mercados son accesibles--de una forma o de otra--a los inversionistas extranjeros. Durante el tiempo que los capitales extranjeros son utilizados para suscribir nuevas emisiones de acciones en las Bolsas locales, contribuyen a aumentar las posibilidades de financiamiento de una economía.

El comportamiento de quienes poseen capitales que provienen del extranjero no es el mismo, según se trate de capitales de origen extranjero o de capitales nacionales en fuga.

En algunos PVD la fuga de capitales expone la economía nacional a una verdadera sangría financiera. La Bolsa puede ofrecer a los capitales locales interesantes posibilidades de inversión a fin de retenerlos dentro del país. En ese caso el mercado bursátil tiene un efecto positivo importante, si no directamente sobre el crecimiento y el desarrollo, al menos sobre la estabilidad macroeconómica del país. El caso es diferente si, como parece haber sucedido en algunos países de América Latina, los capitales en fuga regresan al país por intermedio de la Bolsa. De hecho, en términos económicos se trata de una inversión en cartera cuyo posible impacto sobre el desarrollo se analizará más adelante.

La compra de títulos en la Bolsa se realiza, al menos en parte, utilizando fondos anteriormente confiados al sistema bancario. En ese caso, la compra de títulos por un ahorrista tiene como efecto la reducción de los depósitos, lo que obliga a la banca a disminuir los créditos que otorga por otro lado. Financiada de esta manera, la aparición de la Bolsa puede acarrear una reducción de la capacidad de financiamiento del sistema bancario. El efecto de esta redistribución sobre el crecimiento y el desarrollo depende de la eficiencia relativa de cada una de las modalidades de financiamiento bancario y financiero.

La bolsa como sistema de financiamiento en competencia con el sistema bancario puede llevar a una mayor eficiencia...

La aparición de la Bolsa como fuente de financiamiento que compite con el sistema bancario puede llevar a una mayor eficiencia en el financiamiento que éste otorga. En compensación, si bien la capacidad de financiamiento del sistema bancario ha disminuido a raíz de la creación de la Bolsa, queda todavía por saber de qué manera la reducción de la capacidad de financiamiento de los bancos repercute sobre los diversos tipos de financiamiento proporcionados por el sistema bancario.

Cuatro casos figurados a considerar:

1. Los bancos reducen su compromiso dejando de financiar a las empresas que cotizan en la Bolsa sin cambiar su política en otros campos.
2. Los bancos compensan la pérdida de buenos deudores (empresas que cotizan) por medio de un endurecimiento de sus condiciones para los demás deudores.
3. Gracias a la Bolsa, las empresas que cotizan pueden reducir su ratio capitales extranjeros/capitales propios. De este modo se convierten en riesgos menores para el sistema bancario, lo que permite a las organizaciones crediticias ablandar las condiciones otorgadas a los demás deudores.
4. En conjunto nada cambia, las grandes empresas siguen siendo las únicas deudoras de los bancos.

...pero los bancos pueden también endurecer las condiciones de otorgamiento de créditos a las pequeñas y medianas empresas.

¿Crea la Bolsa nuevas fuentes de financiamiento o únicamente distribuye el financiamiento existente? La cuestión se reduce luego a la alternativa de creación o desviación del financiamiento. El sistema bancario en los PVD desempeña un rol importante en la distribución de la riqueza en la medida que "cada vez que un banco u otra institución financiera acepta un depósito de una persona pobre, dicho dinero, típicamente, no es reciclado en el ambiente económico de esa persona" (G. Remenyi, *Where Credit is Due*, 1991, p.45). De hecho, existe una asimetría natural entre los acreedores y los deudores del sistema bancario. Si los mejores entre los que depositan y los que deben especulan en la Bolsa, dejando de lado el sistema bancario, éste sufre una doble consecuencia: Su cartera de créditos se vuelve más riesgosa y su capacidad de crédito disminuye. El sistema bancario traslada la presión que sufre a los demás deudores, aumentando el costo del crédito por medio de la limitación de su cantidad (racionamiento).

Una parte importante de la actividad económica tiene lugar en las pequeñas empresas, que permanecen en su mayoría fuera del sistema bancario.

En los PVD una parte importante de la actividad económica tiene lugar en las pequeñas y muy pequeñas empresas, que permanecen en su mayoría fuera del sistema bancario. Por definición, la Bolsa no tiene entonces más que un efecto indirecto, por intermedio de las grandes empresas de las que dependen numerosas pequeñas. Es diferente el caso de las empresas medianas que se alimentan de proyectos de desarrollo y que tienen por tanto necesidad de créditos. Son ellas las que probablemente sufrirán el contragolpe de la deserción de los mejores clientes del sistema bancario. En ese caso, la aparición de la Bolsa amenaza con reducir las perspectivas de crecimiento de una economía. De cualquier manera, para convencerse definitivamente, es absolutamente indispensable un estudio de la evolución de los balances bancarios y del valor agregado generado, de acuerdo a las dimensiones de la empresa. En realidad, la aparición de la Bolsa podría también tener un efecto positivo sobre las condiciones de financiamiento de las empresas medianas, mas no sobre la cantidad de crédito disponible. Si las empresas que cotizan en la Bolsa representaran para la banca menores riesgos y si continuaran recibiendo préstamos, el riesgo del crédito bancario disminuiría, y podría entonces beneficiar a los demás clientes otorgándoles condiciones más liberales. Además, a semejanza de los países de la OCDE, la Bolsa podría ofrecer a los bancos locales una fuente interesante de financiamiento, pero harían falta datos más precisos para reforzar estas reflexiones.

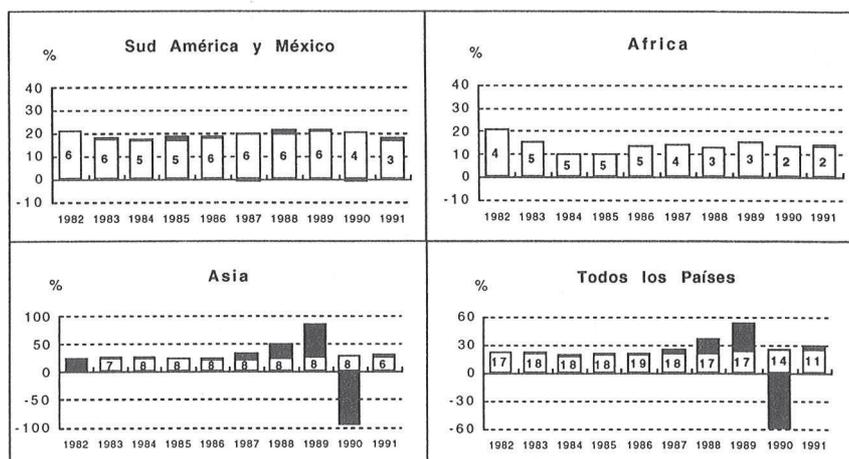
La Bolsa conduce a una polarización de las empresas en su desarrollo.

Muy probablemente, la emisión de títulos en la Bolsa arrebató a los bancos sus mejores deudores y los induce a aumentar su rigor respecto a las pequeñas y medianas empresas. La Bolsa refuerza la polarización de la economía en dos grupos de empresas: Las que cotizan, beneficiándose de un bajo costo del capital y de un acceso casi ilimitado al crédito; y las que sufren un racionamiento del crédito mucho antes de cumplir con sus más importantes obligaciones financieras. Es razonable pensar que las primeras crecerán rápidamente, en tanto que el desarrollo de las segundas se estancará. Esta situación tiene sin duda consecuencias importantes en la distribución de los beneficios, aspecto por lo demás esencial para el desarrollo y el progreso humanos. En todo caso, este tema sobrepasa el marco de las presentes consideraciones.

Más allá de la emisión de títulos en el mercado primario y de las consecuencias del riesgo que su compra puede acarrear para el sistema financiero de un país, la existencia de la Bolsa plantea la cuestión de saber cómo será financiado el crecimiento eventual de su capitalización. Hay lugar entonces a examinar, tal como se ha hecho en los países de la

OCDE, la relación entre la inversión financiera (aquella que suponen las transacciones en el mercado secundario) y la inversión productiva en una economía.

**CUADRO 14: INVERSION FINANCIERA Y PRODUCTIVA, EN % DEL PBI
(con indicación de la cantidad de países considerados)**



Fuente: Eco'Diagnostic, calculado según la FIBV y el FMI

■ Inversión financiera neta
□ Formación bruta de capital fijo

La absorción de recursos para el financiamiento de transacciones bursátiles es netamente menor en los PVD que en los países de la OCDE.

La capitalización bursátil en los PVD ha aumentado de manera significativa durante el período bajo estudio, en especial en Asia y en algunos países de América del Sur. Este aumento no ha sido puramente contable, ya que las tasas de rotación de los títulos han sido relativamente elevadas en dichos países. Taiwán ha registrado una tasa promedio récord (1986-1991) de 323%, seguido de Corea del Sur (80%), Tailandia (70%), México (65%), India (57%), así como Brasil (48%) - En otras palabras, el aumento de la capitalización ha producido un "estrechamiento de márgenes" a nivel de la economía, lo que podría haber ocasionado una reducción en los medios de financiamiento disponibles. Estos, en vez de fomentar el financiamiento de la inversión productiva (créditos a las PME), han financiado los aumentos de precios, sin entrar jamás en la esfera de las empresas. Ha resultado así una disminución de los medios financieros disponibles, que afecta particularmente a las empresas medianas. Expresada en términos del PBI, el promedio anual de los recursos absorbidos por las Bolsas de Valores de los PVD en sus

respectivos sistemas financieros es netamente menor que en los países de la OCDE. Sólo en cuatro países la captación financiera fue de más del 1% del PBI, entre 1982 y 1991.. En los demás países ha sido menos perceptible en términos macroeconómicos.

El sistema financiero de los PVD es menos amplio y menos sólido que en la OCDE; la absorción de recursos por intermedio de la Bolsa, aunque menor que en los países industrializados, puede acarrear graves consecuencias.

Cuando el análisis se aplica a cinco años (1986 a 1991), la absorción (inversión financiera) aumenta: De 5 a 8% del PBI en Corea, de 3 a 5% en Tailandia, y de 2 a aproximadamente 3% en México y Malasia. Como lo muestra el gráfico, en los países asiáticos estudiados la variación ha sido netamente más importante que en América Latina. La gran disparidad de situaciones se explica en especial por el diferente grado de importancia de las Bolsas nacionales en términos del PBI, y por la velocidad de rotación muy variable según las plazas financieras y los años. En todo caso el sistema financiero de los PVD, al ser netamente menos desarrollado, menos amplio y menos sólido que en los países de la OCDE, puede ser gravemente afectado por una pérdida, aunque pequeña en términos absolutos, en el seno de un sistema financiero que no está preparado para ello. Las primeras víctimas serían naturalmente las empresas medianas, que sufrirían un mayor racionamiento y un aumento del costo del crédito. Aunque es imposible en este momento respaldar esta última conclusión por medio de un análisis cuantitativo, numerosas constataciones cualitativas convergen para sugerirla.

El aporte de la Bolsa al desarrollo pasa, pues, por tres canales diferentes: La modificación en la repartición de los flujos financieros internos (absorción financiera); el financiamiento de las empresas que ingresan en la Bolsa; y finalmente, la inversión extranjera en cartera, que pone a disposición de dichos mercados la liquidez suplementaria. Así, la síntesis pasa por la sumatoria de estos diferentes efectos, expresados a través de una misma unidad, el PBI, restándole la inversión extranjera en cartera.

La absorción de recursos por la Bolsa de Valores en Corea y México ha sido más importante que la inversión directa, totalmente captada por los mercados financieros.

El cuadro presenta el caso del 7 países: El efecto neto ha sido mayor en Corea, donde el mercado primario y el flujo de inversiones del extranjero no han sido suficientes--de lejos--para compensar la pérdida

ocasionada por la disparada de los precios en la Bolsa. Vienen enseguida México, Argentina y Tailandia; en Malasia y Brasil el efecto neto es negativo, lo que significa que el efecto del financiamiento de la Bolsa ha sido más que compensado por el mercado primario y las inversiones extranjeras en cartera. La última columna del cuadro muestra el efecto neto en términos de inversión directa en diferentes países. Los resultados muestran que la captación de recursos efectuada por la Bolsa ha sido en Corea y en México netamente mayor que la inversión directa que fluye hacia el país. En otras palabras, desde un punto de vista puramente financiero, la inversión directa habría sido en ambos países totalmente absorbida por los mercados financieros. Si el análisis es correcto, esto querría decir que la explosión de los precios bursátiles tiene un importante efecto negativo, más importante aún que lo que deja entrever su expresión en términos del PBI. Para los demás países, Brasil y Argentina en especial, la absorción de recursos por la Bolsa ha sido motivo de inestabilidad para el sistema financiero, expuesto a presiones variables y contradictorias de un año al otro. Es esta la consecuencia o una de las causas de la tormenta financiera que estos dos países atravesaron durante los años 80?

**CUADRO 15: Absorción neta por las bolsas (1985-1991)
en % del PBI**

	Inversión financiera captada por la Bolsa (1)	Mercado primario (2)	Inversión financiera en cartera (3)	Efecto neto del mercado bursátil (4) = (1) - (2) - (3)	Absorción neta en % de la inversión directa (5)
Argentina	0,0	0,1	-0,8	0,7	57,8
Brasil	-0,3	0,1	-0,1	-0,3	-77,4
Corea	8,4	2,4	0,4	5,7	1388,9
Malasia	2,3	2,8	0,7	-1,3	-32,7
México	2,7	0,6	-0,2	2,3	147,3
Taiwan	-7,4	1,8	na		
Tailandia	5,1	4,2	0,9	0,1	5,2

Fuentes: Eco'Diagnostic, calculado de acuerdo al Banco Mundial, IFC y FMI

3.4. La inversión en cartera en las Bolsas emergentes: Beneficio o perturbación?

Las inversiones en cartera no son generadas por sus atractivos propios....

La apertura de los mercados bursátiles de los PVD a los capitales externos ha hecho posible el desarrollo de la inversión en cartera en las Bolsas de los PVD. Se trata en realidad de la compra de títulos en plazas financieras locales con la ayuda de capitales que vienen del exterior (los capitales en fuga pertenecen a esta categoría) en los países en cuestión. Los PVD difieren sensiblemente unos de otros en cuanto a las condiciones impuestas a las inversiones en cartera, principalmente en lo que se refiere a su acceso. Con frecuencia sólo la compra de títulos seleccionados o de una parte de los fondos de inversión son autorizados a los extranjeros. El acceso a la información es más difícil, la repatriación de las utilidades puede ser limitada, y las reglas fiscales internacionales que se aplican a los dividendos y a las utilidades sobre el capital son muy complejas y diferentes según el país del que se trate. Todas estas condiciones modifican los riesgos involucrados en la perspectiva de un inversionista extranjero respecto a las plazas bursátiles. Mientras tanto, y conforme a la práctica más reciente en materia de gestión de fortuna, no es el riesgo individual de cada colocación lo que cuenta, sino más bien el riesgo que representa una cartera en su conjunto. Por paradójico que pueda parecer, es posible que aún un riesgo elevado valga la pena de tomarse en tanto tenga cualitativamente una naturaleza diferente a los demás riesgos asumidos. Se trata solamente de la transcripción, en términos de la moderna teoría de cartera, de la máxima de "no meter todos los huevos en la misma canasta".

...sino por el hecho de que el riesgo que presentan es cualitativamente diferente a los riesgos que se encuentran en los mercados occidentales.

El interés que suscitan en las plazas financieras del mundo occidental las Bolsas emergentes nace esencialmente del hecho que se trata de economías relativamente poco integradas a la economía mundial, que reaccionan en forma diferente ante las fluctuaciones de la coyuntura económica y financiera internacional. Además, para algunos de estos mercados, se trata de economías sumamente dinámicas--aunque frecuentemente bastante debilitadas por su dependencia de un solo sector--con tasas de crecimiento extraordinariamente atractivas. No es entonces

sorprendente que los capitales de los países ricos hayan tomado el camino de los mercados emergentes de los PVD.

**CUADRO 16: INVERSION EXTRANJERA EN CARTERA
E INDICE BURSATIL**

	Correlación	Cantidad de Observaciones
Venezuela	0,97	4
Nigeria	0,66	4
Filipinas	0,42	10
Argentina	0,36	10
Chile	0,35	10
México	0,17	10
Colombia	0,14	8
Tailandia	0,11	10
Zimbabwe	-0,05	7
Malasia	-0,13	10
Indonesia	-0,16	8
Brasil	-0,34	9
Pakistán	-0,36	7
Corea	-0,57	10
Costa de Marfil	-0,61	8

Fuente: Eco'Diagnostic, calculado según el Banco Mundial y el IFC

Las inversiones en cartera influyen en los precios y son fuente de flujo y reflujo de fondos, independientemente de los determinantes económicos fundamentales.

Las inversiones en cartera han tenido sin duda un impacto sobre los precios de los títulos locales, ya que constituyen una demanda adicional de títulos, a veces nada despreciable. Aunque los datos estadísticos no confirman todavía de manera convincente la existencia de este efecto, no debería descartarse del análisis. El aumento de los precios involucra--a tasa de rotación constante de los títulos--un drenaje adicional de las posibilidades de financiamiento de una economía, lo que a su vez torna más problemático el financiamiento de las empresas medianas. En todo caso, una Bolsa a la alza vuelve más ventajosa toda nueva emisión de acciones. Así, las inversiones en cartera contribuyen a disminuir el costo de fondos propios para las empresas que cotizan en la Bolsa.

Si las inversiones en cartera fluyeran a un ritmo regular, podría esperarse que detuvieran la pérdida adicional que involucran, y que de esta manera el sistema financiero del país no se viera afectado. Esto sería posible si el flujo es no solamente continuo sino creciente, al ritmo del aumento de los precios y de la tasa de rotación de los títulos. En realidad, este es rara vez el caso. Los capitales migratorios--"capitales golondrinas"--pueden fluir y refluir sin previo aviso, a menos que las regulaciones de cambio y de inversión especifiquen lo contrario, por razones no necesariamente relacionadas directamente con el comportamiento de tal o cual título o de tal o cual plaza bursátil. En última instancia, los sistemas financieros de los PVD se encuentran expuestos a riesgos de flujo y reflujo--así como a manipulación del mercado--que son difíciles de manejar. Resulta así no solamente un gran drenaje de recursos, sino sobre todo una gran inestabilidad de la Bolsa. Esto no mejora las condiciones-marco en las que son financiadas las pequeñas y medianas empresas.

CUADRO 17: RATIO DE SHARPE

País	Ratio
C. de Marfil	-0,31
Jordán	-0,04
Malasia	0,25
Indonesia	0,39
Argentina	0,39
Marruecos	0,50
Colombia	0,51
Corea	0,55
Brasil	0,56
Venezuela	0,57
Zimbabwe	0,58
Taiwán	0,61
Filipinas	0,62
Tailandia	0,62
Pakistán	0,67
India	0,84
Chile	0,98
México	1,27
Nigeria (a)	2,25

Fuente: Eco'Diagnostic, calculado según el IFC. (a) desde 1984

Los riesgos en que se incurre en los mercados emergentes son cubiertos sólo muy rara vez.

La relación entre el promedio de variaciones de los precios y la diferencia-tipo de dichas variaciones--el ratio de Sharpe--indica el grado de cobertura de riesgos por cada inversión. Si el ratio es superior a la unidad, los riesgos son cubiertos, si es inferior, lo son sólo parcialmente. Aplicada a la observación anual de los mercados emergentes entre 1982 y 1991, esta técnica de cálculo muestra que los riesgos estaban cubiertos sólo en el caso de inversiones en la India, Chile, México y Nigeria. En todo caso, aún así el grado de cobertura puede ser insuficiente, habida cuenta del riesgo de la tasa de cambio, que no se toma en consideración.

3.5. Contribución de las Bolsas de Valores de la OCDE a la inversión directa

Las empresas transnacionales de los países ricos están sólidamente establecidas en los PVD.

Según estimados de Naciones Unidas, había en el mundo a principios de la década del 90 unas 35,000 empresas transnacionales (ETN) con más o menos 150,000 filiales. Se trata sólo de cantidades aproximadas, teniendo en cuenta los problemas de definición y recolección de datos. Poco menos del 90% de las ETN son originarias de países de la OCDE, poco menos del 10% de los PVD, en tanto las ETN de países post-comunistas representan menos del 1% del total. Las proporciones son muy diferentes en lo que se refiere a la repartición geográfica de las filiales de dichas empresas: 42% del número total de filiales están localizadas en los PVD, 50% en los países de la OCDE y alrededor del 8% en los países post-comunistas. Estas cifras ponen en evidencia la sólida implantación de las ETN de los países de la OCDE en los PVD.

El volumen de inversiones extranjeras directas en el mundo en 1990 llegó a 200 billones de dólares US aproximadamente, de los cuales solamente una sexta parte ingresó a los PVD.

Siempre según estimados de Naciones Unidas, el volumen global de las inversiones extranjeras directas en 1990, comprendidos todos los países, llegó a aproximadamente 200 billones de dólares US. Los PVD recibieron alrededor de 32 billones de dólares, en tanto sus inversiones en el extranjero alcanzaron los 8 billones de dólares. Evidentemente las ETN de los países de la OCDE son el sector privilegiado de estas inversiones.

Se estima que el 90% de las inversiones directas en los PVD son realizadas por las 1,000 a 2,000 más grandes empresas mundiales

Después de la crisis del endeudamiento en 1982, las inversiones privadas directas tomaron el lugar, globalmente, del sector bancario internacional respecto al financiamiento de los PVD.

Medida en términos netos (habida cuenta de las utilidades repatriadas hacia sus países de origen), la inversión extranjera directa en los PVD no ha dejado de crecer desde principios de los años 80. En los países receptores este flujo de fondos toma la forma ya sea de instalaciones nuevas o adquisición de empresas ya existentes, no siendo estadísticamente posible distinguir con precisión la parte correspondiente a cada una de estas dos modalidades de inversión. El incremento de la inversión directa en la segunda mitad de los años 80 se explica por medio de dos tendencias. De una parte, desde la explosión de la crisis del endeudamiento internacional en 1982, un viento de pánico ha soplado sobre los intermediarios financieros que buscan desde entonces los medios para limitar su exposición en los PVD. De otra parte, como respuesta al agotamiento de la fuente que los financió por casi diez años, los PVD ablandaron las reglamentaciones relativas a la inversión extranjera. El espectro de las nacionalizaciones, que atemorizó a las ETN durante los años 70, se vió así alejado. La naturaleza del flujo del financiamiento privado hacia los PVD cambió fundamentalmente en los años 80. En términos globales, la reducción de los créditos bancarios netos fue compensada por el incremento de la inversión directa. De este modo, la contribución de los mercados financieros de los países de la OCDE al flujo de recursos canalizados--por medio de las ETN--hacia los PVD aumentó en forma importante, en tanto el aporte de los bancos disminuyó paralelamente.

Para satisfacer su necesidad de fondos y generar liquidez, las ETN recurren con más frecuencia a las posibilidades ofrecidas por los mercados financieros.

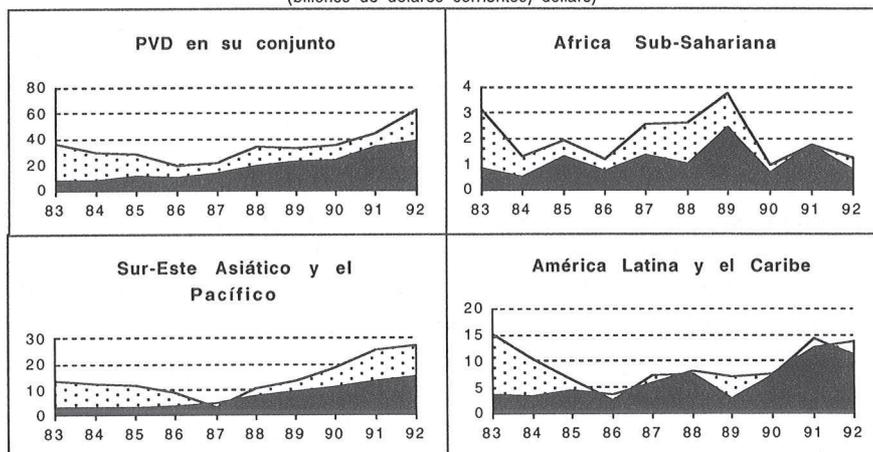
Datos recogidos por el Banco Mundial muestran que lo que es cierto a nivel mundial no lo es necesariamente para cada región tomada por separado. Así, la crisis de la deuda acabó con las esperanzas de financiamiento privado de todo tipo, tanto inversiones como créditos bancarios, destinados a los países del Africa Sub-Sahariana. Asia, y más específicamente el Sud-Este del continente, experimenta la situación inversa, ya que tanto el financiamiento bancario como la inversión directa siguen progresando. Las modalidades de financiamiento privado

destinado a América Latina se acercan más a la situación mundial: Una reducción de los créditos bancarios, de una parte; y de la otra, un crecimiento pronunciado de la inversión directa.

El boom de las Bolsas de Valores a mediados de los años 80 estimuló la inclinación de las ETN hacia la inversión, igualmente en los PVD.

CUADRO 18: EVOLUCION DE LOS CREDITOS Y DE LAS INVERSIONES EXTRANJERAS PRIVADAS

(billones de dólares corrientes) dollars)



Fuentes: Banco Mundial, Tablas de Deudas Mundiales estimado 1992

■ Inversiones extranjeras directas (netas)
 □ Créditos privados netos

Las más grandes ETN del mundo han contribuido simultáneamente al ahorro mundial--por medio de su capacidad de autofinanciamiento--y a la inversión mundial. Para satisfacer sus necesidades de fondos, así como para deshacerse temporalmente del lastre de sus excedentes de liquidez, las ETN utilizan activamente las posibilidades ofrecidas por los mercados financieros. Por medio de nuevas emisiones que las 2,000 empresas mundiales más grandes colocan en los mercados financieros de los países de la OCDE (préstamos e incrementos de capital), éstas consiguen fondos que son en parte invertidos en los PVD, pero en una medida que por el momento es imposible estimar. Gracias a su excelente reputación, las ETN consiguen captar fondos en condiciones financieras muy favorables, netamente mejores que las que obtendrían en cualquier empresa (pública o privada) originaria de los PVD. Esto es particularmente cierto en el caso de los aumentos de capital colocados en el mercado durante el alza bursátil de mediados de los años 80.

En el período de alza bursátil en los países de la OCDE se redujo considerablemente el costo del capital para las empresas que cotizan en la Bolsa, lo que muy probablemente estimuló su inclinación a la inversión en general, y en los PVD en particular. La globalización financiera estimuló luego la globalización industrial y comercial de las empresas de los países de la OCDE. La reducción de la progresión de la capitalización bursátil (vinculada a una reducción coyuntural general) registrada en el curso de los últimos años podría significar entonces--a corto plazo--la reducción de la inversión directa en los PVD. Tal repliegue es ya perceptible en lo que respecta a las empresas japonesas y alemanas.

El flujo de las inversiones directas converge hacia un cierto número de países que ya disponen de un sector privado activo y de una buena infraestructura.

Los factores tradicionales que determinaban la inversión directa en los años 70 y principios de los 80, tales como la presencia de materias primas y mano de obra no-calificada pero barata, han dejado de tener importancia. De hecho, para la mayor parte de las industrias, el progreso tecnológico ha reducido la carga de los costos de trabajo dentro de los costos totales. En este nuevo ambiente el flujo de la inversión extranjera directa converge hacia un grupo de países que disponen ya de un sector privado relativamente activo, de una infraestructura satisfactoria y de una mano de obra, si bien barata, relativamente calificada y motivada. La estabilidad económica y política es, por supuesto, una condición favorable que atrae a los inversionistas.

Los Estados Unidos y el Japón son responsables del 70% de las inversiones directas efectuadas en los PVD en 1990.

Se puede apreciar una fuerte concentración de inversiones directas en una pequeña cantidad de países de origen y de países receptores. Las dos más grandes potencias económicas mundiales, los Estados Unidos y el Japón, representan el 70% del flujo total de inversiones directas en los PVD en 1990. La concentración ríto arriba se encuentra del lado de los países destinatarios de dichos flujos, lo que da origen al llamado "Triad Pattern"--modelo terciario--de la inversión directa. Las inversiones norteamericanas van ante todo hacia América Latina. Los inversionistas japoneses y los países recientemente industrializados del Sud-Este asiático son la fuente principal de inversión directa en los países post-comunistas. Las inversiones directas en Asia se concentran en la creación de nuevas instalaciones, en tanto en América Latina y los países post-comunistas

estos flujos se utilizan en gran parte para adquirir empresas ya existentes, especialmente en el marco de los programas de privatización.

Los créditos bancarios y las inversiones directas aparecen como sustitutos el uno del otro en la perspectiva de las balanzas de pagos. En todo caso, su utilización económica es muy diferente. En el caso del crédito se trata de un flujo puramente financiero, cuya utilización depende íntegramente de los objetivos del deudor, mientras que la inversión directa contribuye inmediatamente ya sea al aumento de la capacidad productiva o al incremento de los ingresos públicos, si se trata de la adquisición de una empresa estatal (privatización).

Para traducir la importancia del aporte, el flujo de inversión directa puede ser expresado en términos de formación bruta de capital fijo en un país receptor. En el promedio anual de los años 1981-1991 dicha tasa se ha comportado de manera muy variable en los 19 países para los cuales existen datos.

En Nigeria la inversión directa contribuyó en alrededor del 16% a la formación bruta de capital fijo durante los últimos doce años, seguida de Malasia, donde dicha proporción llega alrededor del 11%, y de otros cuatro países, donde se ubica entre el 5% y el 8% (Argentina, Chile, Colombia, Taiwán). En los demás países la contribución fue inferior al 5%. Pero no basta con observar cómo evoluciona el flujo de inversión directa; es necesario además saber si las inversiones directas tienen un impacto sobre el crecimiento de la economía receptora. Al respecto, la confirmación estadística es muy débil: La correlación entre la variación en la inversión directa y el incremento del PBI es positiva y significativa en Zimbabwe, Malasia, Corea, Pakistán y Tailandia, es decir, paradójicamente, los países--sin incluir Malasia--donde la contribución externa a la inversión es más bien baja. Este resultado puede naturalmente significar que el crecimiento económico de dichos países ha brindado ventajosas oportunidades a los inversionistas extranjeros.

Algunos indicadores estadísticos de los que se dispone sugieren que las inversiones directas tienen un efecto débilmente positivo en el desarrollo económico.

Datos estadísticos sugieren que la actividad de los inversionistas de los países de la OCDE en los PVD tiene un efecto positivo, aunque débil, sobre el PBI. Entretanto, la imagen estadística de su correlación a largo plazo es ambigua y no basta para captar el íntegro del fenómeno, ya que por medio de su presencia las ETN podrían tener un efecto durable de propulsión de las economías receptoras. Este efecto podría resultar de la conjunción de numerosos mecanismos, tales como la transferencia de tecnología--que tiene lugar habitualmente en el seno de las ETN entre la

**CUADRO 19: INVERSIONES EXTRANJERAS DIRECTAS NETAS,
1981-1991**

	En % del PBI	En % de formación bruta de capital
Argentina	0,94	5,84 (b)
Brasil	0,51	2,77
Chile	0,96	6,04
Colombia	1,25	7,48
India	0,00	0,00
Indonesia	0,53	4,33
C. de Marfil	0,59	3,35 (c)
Jordán	0,93	2,59
Corea	0,12	0,43
Malasia	3,82	11,19 (b)
México	0,87	3,87 (d)
Marruecos	0,47	1,53 (e)
Nigeria	1,52	15,83
Pakistán	0,38	2,25
Filipinas	0,76	3,90
Taiwán	1,08	5,27
Tailandia	1,26	4,20 (c)
Venezuela	0,25	1,47
Zimbabwe	0,07 (a)	-0,38 (d)

*Fuentes: Eco'Diagnostic, calculado según el FMI y el Banco Mundial
Nota: hasta (a) desde 1988, (b) 1990, (c) 1986, (d) 1987, (e) 1989*

casa matriz y la filial--el aporte de las ETN a la formación local de capital humano y a elevar el nivel de conocimientos "gerenciales", el efecto de multiplicación de los ingresos locales en razón de los gastos locales de las ETN y de sus pedidos a proveedores locales, y finalmente, el aumento en las exportaciones del país receptor.

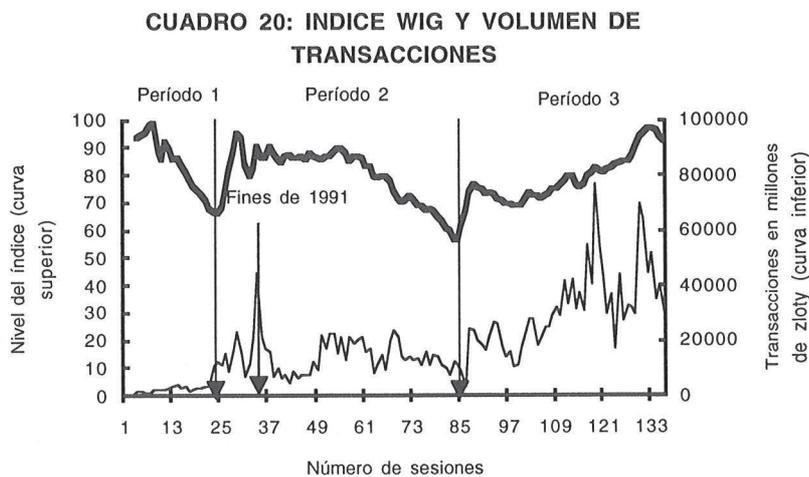
La presencia y las actividades de las ETN en los PVD han sido objeto de numerosas críticas que ponen énfasis en sus repercusiones sociales, tanto regionales como culturales. Se trata de problemas serios, pero que son probablemente inherentes al aporte económico que constituyen las inversiones directas en los países receptores. Este aporte no es desinteresado; por medio de su presencia en los PVD las ETN no solamente mejoran sus resultados, sino que además se globalizan y extienden su empresa a regiones cada vez más lejanas.

3.6. La Bolsa en la transición: La experiencia de Varsovia

La experiencia de 24 meses de la Bolsa de Varsovia ilustra las particularidades y debilidades del sistema financiero de todos los países post-comunistas. Analizando los resultados del mercado financiero desde el punto de vista de su contribución a la estabilidad financiera, de la asignación de recursos y de la privatización, ha sido posible identificar sus principales implicancias y formular seis recomendaciones (lecciones).

La reapertura de la Bolsa estuvo profundamente influenciada, consciente o inconscientemente, por consideraciones simbólicas y educativas.

Desde el principio de la transición, la Bolsa ha sido considerada como un elemento crucial del nuevo sistema económico orientado hacia una economía de mercado, si bien eran muy pocos los que tenían una idea clara de su significado real. Se esperaba principalmente que ésta ayudara a los ciudadanos-accionistas a familiarizarse con las leyes de la economía de mercado. También debía atraer a los inversionistas tanto nacionales como extranjeros y conseguir capitales para el Estado--en el marco del proceso de privatización--así como para las empresas. Estas diferentes expectativas muestran claramente que la Bolsa debía ser uno de los motores que activaría el proceso de transición.



Los resultados de los mercados bursátiles están lejos de mostrarse a la altura de las expectativas que suscitaron.

Las transacciones en la Bolsa de Varsovia se iniciaron el 16 de abril de 1991, con la cotización de cinco empresas industriales seleccionadas con gran cuidado: Empresas medianas, con una importante actividad de exportación, beneficiarias de una tecnología relativamente moderna, y con buenas perspectivas. A fines de 1992 el número de empresas que cotizaban ascendía a 16. El gráfico muestra cómo se comportaron el índice bursátil WIG (Warszawski Indeks Gieldowy) y el volumen de transacciones durante los 20 primeros meses. Sobre esta base es posible dividir la evolución del índice en tres períodos. El primero se caracteriza por una caída del índice a 66,9 (pérdida de 28,8%) y estabilidad en el volumen de transacciones. Este se termina en la sesión 23. El segundo período se extiende desde la sesión 24 a la 85. Durante este período de relativa estabilidad, la caída observada en el índice es de sólo el 6,3%, mientras que el volumen de transacciones y la inestabilidad aumentan. El tercer período, que empieza con la sesión 86, vió finalmente el índice WIG inscribirse en alza, de 36,3% hasta fines de 1992. El volumen se incrementó así regularmente. De hecho, la tendencia siguió, y a fines del mes de agosto de 1993, el índice se ubicaba en 700 puntos.

Seis lecciones pueden sacarse de la experiencia reciente de la Bolsa de Varsovia para mostrar cómo la Bolsa puede contribuir a la privatización y a la reestructuración de las empresas.

Los primeros 16 meses de la reapertura de la Bolsa de Varsovia fueron decepcionantes, acusando un rendimiento negativo. Esta tendencia se invirtió desde entonces al entrar la Bolsa en una fase de aparente sobreacción. De hecho, le hicieron falta 24 meses para recuperarse de su actuación inicial. Es sólo en el mes de mayo de 1993 que el valor del índice WIG volvió, o casi, a su nivel inicial, en términos reales. Los buenos resultados que aparecen desde julio de 1992 se deben a que el nivel alcanzado a mediados de 1992 estuvo cerca del cero absoluto, lo que reactivó el interés de los inversionistas. Dicha situación no concuerda con las expectativas iniciales de la Bolsa de Varsovia, ni tampoco con las de los mercados bursátiles de los demás países post-comunistas.

Existen muchas razones que podrían explicar la pobre actuación de la Bolsa de Varsovia en el curso de los 16 primeros meses de su apertura. Seis lecciones pueden extraerse desde la perspectiva de los medios a los que pueden acceder las autoridades respectivas para manejar la Bolsa, a fin de optimizar su contribución a la privatización y a la reestructuración de las empresas.

Primera lección: El volumen de transacciones debe ser estimulado por una provisión adecuada de títulos.

Es generalmente admitido que existe una relación inversamente proporcional entre el nivel de riesgo y el volumen de transacciones. De este modo, un bajo volumen de transacciones aumenta el riesgo vinculado a la inversión financiera. Inversamente, un incremento del volumen reduce el riesgo vinculado a la no-ejecución de un contrato. En todo caso, una aceleración súbita del volumen de intercambios, si surge por sí sola, podría conducir a una disparada de los precios potencialmente peligrosa para el sistema financiero en su conjunto. En los países en transición, el Estado es el más importante, si no el único, emisor de títulos. El volumen de acciones puestas en el mercado depende de su voluntad y de su capacidad para utilizar simultáneamente y de manera coherente las numerosas competencias de las que está investido. El medio más natural de incrementar la oferta de acciones es aumentar la cantidad de empresas que cotizan en la Bolsa. Toda empresa que hubiera sido completamente privatizada debería entonces cotizar, aún a un precio relativamente bajo.

Convendría completar las medidas antes mencionadas maximizando la parte del capital cotizado por las empresas privatizadas (acciones al portador tanto como acciones nominales). Es igualmente importante evitar las ofertas iniciales por suscripción pública. En su lugar se debe ofrecer acciones en subasta directamente en la Bolsa, permitiéndole así cumplir su rol natural de mercado primario, en vez de quedar confinada solamente a las transacciones del mercado secundario. El ingreso de acciones extranjeras en la Bolsa aumentaría aún más el volumen de las transacciones. Así, podría imaginarse que las empresas extranjeras que asumieran posiciones de control en las ex-empresas del Estado cotizarían una parte del capital social de su casa-matriz en el mercado local. Esto daría un nuevo impulso a los inversionistas financieros, abriéndoles nuevos horizontes en su estrategia de diversificación.

En conclusión, el abanico de medidas destinadas a aumentar el volumen de acciones implica una aclaración gradual de la relación actualmente muy compleja entre el Estado y las empresas, hasta llegar a su separación completa. Es un aspecto crucial del proceso de transición, cuyo objetivo es liberar totalmente a las empresas de la protección del Estado, reemplazando los vínculos jerárquicos por vínculos financieros.

Segunda lección: Las transacciones deben realizarse de manera eficiente a fin de que los precios reflejen inmediatamente un equilibrio.

Según estudios recientes, la "venta en subastas bipartitas secretas" adoptada por la Bolsa de Varsovia es el sistema óptimo de transición. Parece particularmente bien adaptado a las economías de los países en

transición ya que desde un principio refuerza las normas de transparencia, esenciales a fin de que renazca una cierta confianza en las nuevas instituciones. En el marco de esta técnica de cotización, el único medio de mejorar la convergencia hacia un curso de equilibrio es llevar progresivamente el número de sesiones semanales a cinco. Además, una informatización completa de todas las transacciones (clearing) mejoraría asimismo la eficiencia. Esto involucra una inversión considerable, que no puede aún ser financiada a menos que aumente el volumen de las transacciones.

Tercera lección: Desde sus inicios, la Bolsa debe ofrecer a las empresas una fuente de financiamiento alternativa al crédito bancario.

Las tasas de interés prohibitivas vigentes en los países post-comunistas hacen que las empresas eviten el crédito bancario, lo que limita seriamente la rapidez de su reestructuración y reduce sus posibilidades de inversión. Además, las reglas que rigen la Bolsa deberían tener en cuenta el hecho de que las florecientes nuevas empresas no pueden cumplir razonablemente con las exigencias para su admisión en la cotización. No obstante, el acceso a la Bolsa es esencial para la "privatización por lo bajo". Así, los gobiernos de los países post-comunistas deberían mostrarse menos restrictivos, o crear desde un principio un segundo mercado adaptado a las necesidades y posibilidades de estas nuevas empresas. Considerando la Bolsa como un instrumento de venta de las empresas del Estado ("privatización por lo alto"), éste último debería tomar en cuenta no solamente los imperativos de su propio presupuesto, sino también las expectativas de los inversionistas y de las empresas. De esta manera los ingresos obtenidos por medio de subastas podrían repartirse entre el presupuesto del Estado y la empresa privatizada, a fin de permitir a esta última reestructurarse rápidamente y obtener mejores resultados.

Cuarta lección: La Bolsa debería ser un instrumento importante en la privatización de las empresas del Estado.

Hasta ahora sólo una parte ínfima de las empresas del Estado listas para su privatización han podido entrar en la Bolsa en los países post-comunistas. La negativa del Estado a poner en venta las acciones a un precio que considera demasiado bajo puede no solamente poner en peligro sus ingresos a mediano plazo, sino además involucrar gastos suplementarios, en especial debido a prestaciones por desempleo. Uno se pregunta si el Estado no economizaría más aceptando que algunas empresas cotizaran en la Bolsa a un nivel relativamente bajo, que liquidándolas a la larga. En la ausencia de argumentos económicos que justifiquen su rechazo a aumentar el volumen de títulos, el Estado utiliza

frecuentemente argumentos socio-culturales, como la necesidad de evitar "liquidar los bienes nacionales". Tales argumentos suponen entretanto una evaluación del "valor intrínseco" de las empresas, mientras los mercados financieros rehusan obstinadamente reconocerlo como exacto. Paradójicamente, en las economías en transición la Bolsa es la única institución capaz de estimar sobre la base de las condiciones macro-económicas vigentes el valor de los activos, hasta los "sin precio"; ésta debería por lo tanto prestar dicho servicio. Por ejemplo, una cierta proporción (10%) de todas las empresas todavía en poder del Estado podría ser inmediatamente puesta en el mercado. De esta manera no solamente aumentaría el volumen de transacciones, sino que el Estado conseguiría un patrón de medida para estimar el valor de las empresas, y además una nueva fuente de ingresos para su presupuesto.

Quinta lección: El surgimiento de un mercado que permita asumir el control podría acelerar la reestructuración de las economías post-comunistas en forma significativa.

Los gobiernos y sus consejeros occidentales no han cesado de inventar y poner a punto nuevas soluciones institucionales, pretendidamente adaptadas a las necesidades de la transición. Tanto si se trata de fondos de inversión a la polaca como a la checa, o de agencias sectoriales de reestructuración, dichas soluciones tienen en común el hecho de que soslayan la Bolsa. Todas estas instituciones buscan el compromiso entre la necesidad perentoria del Estado de encontrar nuevas fuentes de ingresos y su voluntad de liberarse de su responsabilidad directa en la vida de las empresas y, por otro lado, la necesidad de reestructuración de estas mismas empresas. La necesidad de nuevas soluciones institucionales ha surgido porque se supuso (probablemente sin razón) que los inversionistas financieros que operan por intermedio de la Bolsa eran incapaces, al igual que el Estado, de forzar a las empresas que cotizan en la Bolsa a reestructurarse. Para la Bolsa, los fondos de inversión y los fondos mutuales propuestos son perniciosos, ya que la privan de la oportunidad única de aumentar su volumen de transacciones y desempeñar un rol protagónico en el proceso de transición.

Sexta lección: Un mercado bursátil estrecho puede poner en peligro la estabilidad, y finalmente, la viabilidad de todo el sistema financiero.

En el contexto de la transición hacia una economía de mercado, el sistema financiero es aún nuevo, débil e inestable. Bastaría con que un shock tocara a uno de sus componentes para que todo se desmoronara, provocando una crisis financiera de proporciones. Asimismo, la Bolsa podría de un día a otro atraer un gran volumen de transacciones por

razones independientes del rendimiento de las empresas. Si el mercado es estrecho, el precio de las acciones subiría a niveles sin precedentes, y de esta manera impediría a los agentes riesgos financieros que no estarían en condiciones de asumir. Una caída de los precios causada por ejemplo por cambios políticos (como la baja del 30% en Varsovia a principios de junio de 1993), desestabilizaría un sector bancario mal capitalizado. Los gobiernos post-comunistas deberían por lo tanto tener como objetivo constante la expansión de su mercado, aprovechando el incremento de la demanda de acciones para lanzar nuevas empresas. Esta forma de actuar tendría la ventaja de mantener los precios dentro de límites razonables--aumentando al mismo tiempo el volumen de transacciones--estabilizar el mercado y proporcionar al Estado y a las empresas, o a ambos, un ingreso adicional.

EL OBSERVATORIO DE LAS FINANZAS

Razón de ser del Observatorio de las Finanzas

La década de los 80 fue la del desarrollo fulgurante del sector financiero, que creció mucho más rápidamente que las economías nacionales implicadas. Desde sus inicios, el crecimiento de la economía financiera tuvo lugar con algunos sobresaltos. Fue apoyado por los progresos considerables en el campo de las telecomunicaciones y el tratamiento de la información, así como por la expansión del ahorro institucional, al menos en los países de la OCDE. En el curso de dichas evoluciones múltiples, el proceso de desmaterialización de la moneda se acentuó hasta llegar a su metamorfosis: mientras que antes era un objeto, la moneda se ha convertido ahora en un sistema de dimensiones planetarias, que no cesa de extenderse y fortalecerse. El simple usuario de la moneda se ha integrado, quiera que no, al sistema financiero. No existe entonces razón para que el porvenir del sistema financiero siga siendo privativo de los profesionales de las finanzas. Esta constatación es la razón de ser del OBSERVATORIO DE LAS FINANZAS.

Origen del Observatorio de las Finanzas

Desde 1991, la **Fundación para el Progreso del Hombre** (Lausanne/París) se sintió interpelada por los cambios en el seno del sistema financiero. Esta confió a **Eco'Diagnostic** (Instituto independiente de estudios económicos - Ginebra) la responsabilidad de esclarecer las funciones de los mercados financieros respecto de la evolución y las necesidades de la economía mundial. Estos trabajos dieron lugar a una serie de publicaciones intituladas "**Mercados financieros - expectativa defraudada?**", que suscitaron a través del mundo unas 500 reacciones de estímulo a seguir y a profundizar la reflexión. En todo caso, en el campo de las finanzas contemporáneas, los estudios e investigaciones son de

interés sólo en la medida en que tienen un impacto sobre los acontecimientos. La misión específica del **OBSERVATORIO DE LAS FINANZAS** basa sus fundamentos en esta convicción.

Misión del Observatorio de las Finanzas

El sistema financiero reemplaza cada vez más claramente a la moneda, dejando así de ser un sector económico como cualquier otro para alcanzar una dimensión de evidente interés público. Aún cuando evoluciona de manera espontánea, está influenciado por las decisiones y comportamientos de las instituciones puramente financieras. De aquí en adelante, la evolución del sistema financiero debe ser influenciada, más que en el pasado, por las exigencias del bien común, tal como lo perciben los usuarios grandes o pequeños, empresas o personas naturales.

La actividad del **OBSERVATORIO DE LAS FINANZAS** concierne así tanto a las instituciones financieras como a los agentes económicos no-financieros y a las autoridades públicas y privadas encargadas de la supervisión y de la regulación del sistema financiero.

El OBSERVATORIO DE LAS FINANZAS tiene una triple misión:

- **Cuestionar** los diversos aspectos, dimensiones y evoluciones del sistema financiero desde la perspectiva de su contribución al bien común, es decir, al progreso del hombre.
- Articular **apreciaciones independientes, pero autorizadas** (competentes) de las transformaciones del sistema financiero para seguidamente difundirlas. La mayor **difusión** posible de los trabajos y opiniones del Observatorio (en francés e inglés) completan su misión.
- Formular, sobre la base de sus apreciaciones, **recomendaciones y propuestas de adecuación** donde sea necesario. Según el objetivo, las recomendaciones se dirigirán más específicamente a ciertos grupos de actores más directamente implicados: reguladores (privados o públicos), responsables de mercados financieros, asociaciones profesionales, gobiernos o usuarios.

Funcionamiento y actividades

El Consejo es el órgano de gestión del Observatorio. El aprueba el presupuesto, avala el programa de trabajo del Comité y supervisa el trabajo de la Secretaría general. El Consejo (cinco a siete miembros) se compone de representantes de los sostenes financieros del Observatorio, de miembros delegados por el Comité y de representantes de la Secretaría general. La creación de una fundación ad-hoc está desde ya prevista para asegurar la perennidad del Observatorio.

El Comité es el órgano central del Observatorio. Está compuesto de siete a nueve miembros individuales, reconocidos por su competencia en materia de finanzas y por su independencia de espíritu. Una vez al año el Comité del Observatorio elige un aspecto del sistema financiero que en su opinión requiere de una investigación profunda y determina los ejes más importantes de la misma. Diez meses más tarde, el Comité examina los frutos de la investigación y sobre esta base expresa sus opiniones y recomendaciones. Estas son puestas enseguida, en nombre del Observatorio, en conocimiento de los medios interesados y del público en general.

La Secretaría general es el órgano ejecutivo del Observatorio. Vela continuamente por la buena marcha de las investigaciones emprendidas. La Secretaría general coordina el trabajo de los miembros del Comité, organiza sus reuniones, como también las del Consejo. Además, asegura la base documentaria necesaria para las actividades del Observatorio y se ocupa de las publicaciones.

Las demás actividades del **OBSERVARIO DE LAS FINANZAS** están asimismo al servicio de su misión.

- Publicación, dos veces al año por lo menos, de una "**newsletter**" en francés y en inglés (eventualmente en español);
- Mantenimiento de la red de corresponsales e incremento de la audiencia del Observatorio;
- Organización de una conferencia anual sobre el asunto elegido por el Comité del Observatorio para su análisis;
- Organización, en función de las necesidades y las posibilidades, de seminarios de investigación o de formación regionales.

Propuestas para trabajos futuros del Observatorio

- La importancia de los **productos llamados derivados** no deja de crecer en el seno del sistema financiero mundial. Estos son los productos cuyo manejo es extremadamente técnico, ya que se trata de la gestión de probabilidades y no de la gestión financiera propiamente dicha. Hoy en día las opiniones difieren (en especial entre las instituciones financieras que los manejan por billones y las instancias de regulación) en cuanto a la utilidad real de los productos derivados y sus efectos sobre la solidez del sistema financiero.
- Los fondos de pensiones son los vectores de un proceso, claramente visible en los países de la OCDE, que podemos calificar de **colectivización del ahorro**. La cuestión sobre el buen fundamento de dicha evolución--tanto desde la perspectiva de la viabilidad a largo plazo del seguro de la vejez como de su impacto sobre el sistema financiero--debe exponerse sin ambages ante la opinión pública.
- El estado actual del sistema financiero ofrece potencialidades, en especial para la creación de un nuevo tipo de instituciones que utilizarían **las posibilidades existentes para canalizar el financiamiento hacia la inversión**. Los fondos de pensiones y en mayor medida los inversionistas institucionales parecen hoy en día constituir la base de dicha evolución. Es así realmente?
- El accionariado contemporáneo se interesa sólo en el comportamiento de los títulos que figuran en su cartera. Esta actitud modifica las relaciones en el seno de la empresa en favor de sus directivos. A fin de limitar las veleidades de funcionarios demasiado complacientes con los mercados financieros, los demás grupos implicados en la empresa (acreedores, empleados, jubilados, poderes públicos) implantan salvaguardas. **Esto supone una nueva reflexión que tiene como base nuevos datos sobre la distribución de responsabilidades en el seno de las empresas que cotizan en la Bolsa, y la manera de asumirlas.**
- Los países en vías de desarrollo y aquellos en transición están todavía al margen de la gran financiarización. Antes de dejarse llevar, dichos países y las organizaciones que los asesoran deberían analizar cuidadosamente la realidad de los sistemas financieros de los países de la OCDE y responder a la cuestión fundamental de saber si las finanzas son la causa o la consecuencia del desarrollo. **Por qué razón las inversiones en cartera deberían tener éxito donde la ayuda, el crédito y las inversiones directas fracasaron?**

Programas de investigación 1994/1995

Los estudios actualmente en ejecución se refieren a la **relación entre inversiones financieras y formación de capital**. El Comité, desde su creación, deberá entonces orientarse hacia este aspecto del sistema financiero.

A fin de saber si las inversiones financieras tienden a eliminar **la formación de capital**, la investigación trata sobre las actividades de inversión, la rentabilidad y el rendimiento bursátil de las 500 empresas y grupos industriales americanos más grandes, que serán estudiados sobre un período de 40 años. Sobre esta base será posible establecer si durante dicho período la relación entre la inversión financiera en acciones de dichas empresas y su stock de capital sufrió alguna modificación importante.

**Publicaciones disponibles
en la colección
DOSSIERS POUR UN DÉBAT**

1. **Pour des agricultures paysannes**, par Bertrand Delpeuch (*un argumentaire en faveur des agricultures paysannes et une réflexion sur leurs conditions de développement*). FPH, mars 1989, 106 p. (existe également en portugais).
2. **Désétatisation et décollectivisation du secteur agricole dans les pays socialistes de l'Est et du Sud**, dossier coordonné par Laurent Raguin (*restitution d'interviews et de synthèses sur une dizaine de cas, allant du Cambodge au Pérou en passant par la Hongrie, la Tanzanie, etc.*). FPH, nov. 1989, 172 p. (existe également en espagnol et en portugais).
3. **Inventions, innovations, transferts : des chercheurs mènent l'enquête**, dossier coordonné par Monique Peyrière (*du camembert moulu à la louche à l'invention de la 2 CV, l'histoire d'innovations techniques singulières, racontées par des historiens, des économistes, des sociologues*). FPH, mai 1989, 150 p.
4. **Agricultures paysannes au Brésil : enquête sur un enjeu national**, coordonné par Philippe Adant et Iara Altafin (*réflexions sur l'avenir de la petite agriculture dans un pays où la réforme agraire ne se fait toujours pas*). FPH, juin 1991, 163 p.
5. **Coopérants, volontaires et avatars du modèle missionnaire**, dossier coordonné par François Greslou, avec des textes de Pierre de Zutter, Bertrand Hervieu, Pierre-Yves Guihéneuf, Jacques Leclerc du Sablon sur le thème : *pourquoi, à quoi et comment a-t-on coopéré, avec quel rôle et quel statut?* FPH, juin 1991, 71 p.
6. **Les chemins de la paix : dix défis pour passer de la guerre à la paix et à la démocratie en Éthiopie. L'apport de l'expérience d'autres pays** (*mémoire de la conférence de Paris pour la paix en l'Éthiopie à la FPH en juil. 1991*). CCFD/FPH, déc. 1991, 150 p.
7. **The paths to peace**, même dossier que le précédent, en anglais, 137 p. (existe également en amharique).
8. **La décollectivisation dans tous ses États : la recherche d'autres voies de développement de l'agriculture dans les pays d'Europe Centrale et Orientale**, dossier coordonné par Cécile Moreau (*mémoire des journées organisées en Pologne par la FPH, la Fondation Batory et Solidarité Rurale sur la reconstruction des agricultures des pays de l'Est*). FPH, déc. 1991, 85 p. (existe également en polonais et en brésilien).
9. **Politiques agricoles dans les pays industrialisés, éléments de comparaison et de réflexion**, Christophe Roman (*comparaison des politiques de la France et de plusieurs pays de l'OCDE, rôle de l'État, rapports avec le reste de l'économie*). FPH, déc. 1991, 71 p.
10. **Agriculture en difficulté : problèmes économiques et sociaux des paysans en France; état des lieux** (*Synthèse réalisée par Francis Thomas à partir du travail de la Confédération Paysanne et des associations "SOS Agriculteurs en difficulté"*). FPH/Conf. paysanne, déc. 1991, 56 p.
11. **Une voie d'insertion méconnue : la création de son propre emploi**, Maria Nowak, A.-L. Federici, Anne Le Bissonnais, Rafik Missaoui (*un débat sur la création de leur emploi par les chômeurs et les exclus; lacunes des mesures publiques et suggestions*). FPH/ADIE, juin 1992, 67 p.
12. **Le paysan, l'expert et la nature**, Pierre de Zutter (*sept fables et récits sur l'écologie et le développement dans les pays andins*). FPH, septembre 1992, 103 p.
13. **Monsieur Li, Chico, Antoine et les autres; récits vraisemblables d'aventures cliniques**, Jean-Pierre Boyer (*sur la relation soignant-soigné, l'alcoolisme, la santé mentale...*). FPH/ALPSYSOM, nov. 1992, 129 p.

14. **Soleil du Sud : une expérience d'échanges des savoirs en énergie solaire et en aviculture au Pérou : réflexions sur le développement**, Christine Bénard, Dominique Gobin (*capitalisation de l'expérience d'un projet original*). FPH/Runamaqui, sept. 1992, 190 p.

15. **La réhabilitation des quartiers dégradés : leçons de l'expérience internationale (déclaration de Caracas et textes de Pierre Calame et de Jean-Marie Delarue, délégué ministériel à la Ville)**. FPH/DIV, novembre 1992, 38 p.

16. **Les Cambodgiens face à eux-mêmes ? Contributions à la construction de la paix au Cambodge**, coordonné par Christian Lechervy et Richard Pétris, (*pour mieux comprendre, à la veille des élections au Cambodge, les enjeux du processus démocratique*). FPH/Association des amis d'une École de la Paix à Grenoble, février 1993, 175 p.

17. **Le capital au risque de la solidarité : une épargne collective pour la création d'entreprises employant des jeunes et des chômeurs de longue durée**, coordonné par Michel Borel, Pascal Percq, Bertrand Verfaillie et Régis Verley (*enquêtes de journalistes et d'étudiants à l'École Supérieure de Journalisme de Lille sur les "actionneurs", les créateurs d'entreprise et les experts bénévoles de l'association Autonomie et Solidarité*). FPH/Autonomie et Solidarité/ESJL, septembre 1993, 135 p.

18. **Orients : la mémoire et la paix ; réflexions de voyage en Inde, en Chine et au Japon**, Édith Piat-Sigg et Bernard W. Sigg (*le carnet de bord d'un psychanalyste et d'une ethno-linguiste sur la rencontre des cultures, les langues, la mémoire et la paix*). FPH, sept. 1993, 32 p.

19. **Penser l'avenir de la planète : agir dans la complexité**, Pierre Calame (*une analyse des systèmes bio-socio-techniques et un ensemble de propositions d'action*). FPH, septembre 1993, 41 p. (également disponible en anglais).

20. **Stratégies énergétiques pour un développement durable**, Benjamin Dessus (*une*

vision prospective alternative et des propositions originales pour une maîtrise des énergies non renouvelables et une meilleure exploitation des énergies non polluantes). FPH, septembre 1993, 55 p. (également disponible en anglais).

21. **La conversion des industries d'armement, ou comment réaliser la prophétie de l'épée et de la charrue**, Richard Pétris (*une analyse de la situation et des perspectives des industries d'armement dans plusieurs régions du monde, et des propositions pour une reconversion de ces industries en vue de la construction de la paix*). FPH/Les amis d'une école de la Paix à Grenoble, septembre 1993, 82 p. (également disponible en anglais).

22. **L'argent, la puissance et l'amour : réflexions sur quelques valeurs occidentales**, François Fourquet (*où l'on voit que tout ne se réduit pas à l'échange marchand dans les sociétés contemporaines et que les valeurs du don et de l'amour y ont plus que jamais un rôle déterminant*). FPH, sept. 1993, 107 p. (également disponible en anglais).

23. **Regards sur l'avenir de la planète (à propos de rencontres dans sept régions du monde en vue de la convention préparatoire aux États Généraux de la Planète)**. FPH, septembre 1993, 97 p. (également disponible en anglais).

24. **Marchés financiers : une vocation trahie ? (ce que la Bourse a fait, dans les pays d'Europe, de sa vocation initiale de soutien de l'économie. Étude réalisée par un institut d'études économiques indépendant helvétique)**. FPH/Eco'Diagnostic, septembre 1993, 105 p. (également disponible en anglais).

25. **Des paysans qui ont osé : histoire des mutations de l'agriculture dans une France en modernisation – la révolution silencieuse des années cinquante (compte rendu du premier séminaire de Saint-Sabin "Comment la société change", avec l'intervention de Bertrand Hervieu)**. FPH, décembre 1993, 45 p.

26. **Autour de Jean-Louis Chleq (un ingénieur, franciscain et bricoleur, au service de**

l'hydraulique villageoise au Sahel. Récit, débats et témoignages), dossier coordonné par Daniel Durand. FPH, décembre 1993, 146 p.

27. **Partenaires de paix ; échange entre artisans de la paix** (trois Prix Nobel dialoguent avec des Organisations non-gouvernementales ; mémoire de la rencontre à l'Arche de la Fraternité, le 27 octobre 1993). FPH/CCFD, 1994, 49 p.

28. **L'Agriculture Paysanne : des pratiques aux enjeux de société** (premières rencontres nationales de l'Agriculture Paysanne, organisées par la Confédération Paysanne et la FADEAR à Saint-Lô Thère, 21-22 mai 1993 *Témoignages et débats*). FPH/Confédération Paysanne, 1994, 161 p.

29. **La planète rock : histoire d'une musique métisse, entre contestation et consommation** (une contribution aux séminaires de Saint-Sabin sur le thème : comment la société change). FPH, 1994, 33 p.

30. **Biodiversité, le fruit convoité ; l'accès aux ressources génétiques végétales : un enjeu de développement** (Actes des journées d'études de juin 1993, coordonnés par D. Arnaud, H. Ilbert et R. Mongruel). FPH/SOLAGRAL, 1994, 100 p.

31. **La chance des quartiers** (récits et témoignages d'acteurs du changement social en milieu urbain, présentés par Yves Pedrazzini, Pierre Rossel et Michel Bassand). FPH/ARCI, mai 1994, 158 p.

32. **Partenaires de paix 2 : contre les effets de la violence et des guerres, expériences concrètes et réseaux de solidarité du monde entier** (mémoire de la rencontre présidée par Edgard Pisani le 29 mars 1994). FPH/CCFD, juin 1994, 42 p.

33. **Financements de proximité : 382 structures locales et nationales pour le financement de la création de petites entreprises en France** (des adresses et un descriptif par fiche de chacune de ces structures, au niveau national et par département), dossier coordonné par Erwan Bothorel. FPH/Fédération des CIGALES, juillet 1994, 302 p.

34-I. **Cultures entre elles : dynamique ou dynamite ? Vivre en paix dans un monde de diversité, tome 1** (des témoignages, des expériences et des réflexions sur la rencontre des cultures, à partir du vécu de partenaires de la Fondation en Afrique, en Amérique latine, au proche Orient, en Europe, en Asie...), sous la direction de Thierry Verhelst et de Édith Sizoo. FPH/Réseau Cultures, septembre 1994, 190 p.

34-II. **Cultures entre elles : dynamique ou dynamite ? Vivre en paix dans un monde de diversité, tome 2**, septembre 1994, 176 p.

35. **Des histoires, des savoirs, des hommes : l'expérience est un capital ; réflexion sur la capitalisation d'expérience** (un travail méthodologique important, par un professionnel de l'"accouchement d'expériences" ayant travaillé plus de vingt ans en Amérique latine), Pierre de Zuter. FPH, juillet 1994, 143 p.

36. **Génération 55 : de la difficulté à cerner l'identité d'une époque** (mémoire d'un séminaire de Saint-Sabin sur le thème comment la société change ; le rôle de ce qu'on appelle les "élites" dans le changement social). FPH, juillet 1994, 51 p.

37. **La mouche du coche : groupes de pression et changement social ; l'expérience d'Agir Ici** (mémoire d'un séminaire de Saint-Sabin sur le thème comment la société change ; le rôle de ce qu'on appelle les "élites" dans le changement social). FPH, juillet 1994, 61 p.

38. **Citadelles de sucre ; l'utilisation industrielle de la canne à sucre au Brésil et en Inde : réflexion sur les difficultés des politiques publiques de valorisation de la biomasse**, Pierre Audinet. FPH/CIREC, février 1994, 87 p.

39. **Le Gatt en pratique : pour mieux comprendre les enjeux de l'Organisation mondiale du commerce** (un point critique, très actualisé, sur les nouveaux mécanismes du Gatt, par l'animateur du Réseau d'ONG européennes sur l'agro-alimentaire et le développement). FPH/RONGEAD, juillet 1994, 112 p.

40. **Commercer quoi qu'il en coûte? ; politiques commerciales, politiques environnementales au cœur des négociations internationales**, dossier coordonné par Agnès Temple et Rémi Mongruel. FPH/SOLAGRAL, octobre 1994, 75 p.

41. **Donner la vie ; les énigmes de l'infertilité** (*actes du colloque de Biviers*), coordonné par Philippe Porret, avec des contributions de Georges Balandier, Ayed Brahmia, P.-M. Brunetti, P. Calame, Marie Cardinal, Michel De Bruyn, G. Delaisi de Parseval, Catherine Dolto-Tolitch, P. Guyomard, Albert Jacquart, Ph. Jouhet, Ph. Porret, B. Sèle, C. Zanolini. FPH/ARPCI, septembre 1994, 156 p.

42. **L'État inachevé ; les racines de la violence : le cas de la Colombie** (*une synthèse des études historiques du CINEP de Bogotá*), par Fernán Gonzalez et Fabio Zambrano, traduit et adapté par Pierre-Yves Guihéneuf. FPH/CCFD/CINEP, février 1995, 140 p.

43. **Savoirs populaires et développement rural : quand des communautés d'agriculteurs et des monastères bouddhistes proposent une alternative aux modèles productivistes : l'expérience de Third en Thaïlande**, sous la direction de Seri Phongphit. FPH/THIRD/GRET, février 1995, 150 p.

44. **La conquête de l'eau ; du recueil à l'usage : comment les sociétés s'approprient l'eau et la partagent** (*une sélection d'articles sur le thème de l'eau, réalisée en collaboration avec la revue Histoires de Développement*), synthèse réalisée par Jean-Paul Gandin. FPH/CIEDEL/SOLAGRAL, février 1995, 100 p.

45. **Démocratie, passions et frontières : réinventer l'échelle du politique** (*réflexion sur le politique et les rapports de pouvoir*), par Patrick Viveret. FPH/Europe 99, juin 1995, 42 p. (également disponible en anglais).

46. **Techniques d'animation sociale en vidéo** (*à partir d'expériences d'utilisation de la vidéo comme outil d'animation menées au Canada, en Bolivie, en Colombie et au Brésil, définition d'une méthodologie - réclamée par les praticiens*), par Yves Langlois. FPH, mai 1995, 126 p.

47. **René Bertholet, 1907-1969** (*parcours d'un Genevois peu ordinaire, de la lutte contre les nazis à la réforme agraire au Brésil*) par Philippe Adant. FPH, octobre 1995, 182 p.

Para obtener estos documentos (35 FF por número), puede dirigirse a:

La librairie FPH
38 rue Saint-Sabin
75011 PARIS (France)
Tel. : (33-1) 48 06 48 86

En el lugar: martes, miércoles, viernes: 9 am - 1 pm y 2 - 6 pm, jueves: 2 - 7 pm

Por escrito: indicando el número, el título y la cantidad de ejemplares que desea.

Porte (IVA incluido)	1 libro	Hasta 5 libros	6 a 15 libros (cantidad superior, consultenos)
Francia y Europa	18 FF	30 FF	50 FF
Fuera de Europa (por avión)	40 FF	150 FF	250 FF

Cheque a la orden de «La librairie FPH».

fpn

bureau exécutif
38, rue Saint Sabin
F 75011 Paris
téléphone
33 1/43 57 44 22
télécopie
33 1/43 57 06 63
email
paris@fpn.fr

siège social
et bureau en Suisse
Chemin de Longerate 9
CH 1006 Lausanne
téléphone
41 21/342 50 10
télécopie
41 21/342 50 11

compo gravure couverture ARTYG
graphisme Vincent Collin