

Félix Várela
Universidad de Alcalá

El trabajo describe la evolución de la financiación internacional durante el siglo XX y analiza sus principales características. Llama la atención sobre la desigual evolución de los flujos privados y el cambio cualitativo que se ha producido en el período más reciente y sus consecuencias.

Cuando se analiza la historia de la financiación internacional durante el siglo XX, lo primero que sorprende es su evolución desigual. Los datos existentes permiten deducir que los flujos financieros alcanzaron a principios de siglo cifras relativas muy elevadas en términos del PIB de los principales países, los únicos de los que existe información. La parte final del siglo muestra una gran expansión de dichos flujos que han vuelto a alcanzar niveles muy altos, muy por encima de los del resto del siglo. Factores tecnológicos y de otra índole, a los que nos referiremos, están detrás de esta aceleración de los movimientos de capital que ha hecho que se compare este período reciente con el de final del siglo XIX y principios del XX¹. La desigual evolución se refleja en el distinto ritmo de crecimiento experimentado a principios y final de siglo en comparación con el que se produjo en el resto del periodo: durante una parte importante del siglo, especialmente las tres décadas siguientes a 1929, los flujos privados de capital fueron prácticamente insignificantes. Por otra parte, cuando reaparecen tales flujos, lo hacen siguiendo modalidades novedosas, bien distintas de las de principios de siglo y también parcialmente diferentes de las experimentadas en su parte final.

A describir y analizar esa evolución dedicaremos la mayor parte del presente trabajo en el entendimiento de que no quedaría completo sin una referencia a la conveniencia o no de generalizar la liberalización de los movimientos de capital. A este tema, objeto actual de controversia, dedicaremos el último epígrafe.

AUGE INICIAL DE LA FINANCIACIÓN INTERNACIONAL

El período de finales del siglo pasado y principios del actual es generalmente considerado la edad de oro de la inversión internacional. Las estimaciones que se han realizado cifran en más de 40.000 millones de dólares de la época el "stock" de inversión extranjera acumulada por los principales países a principios de la primera guerra mundial. Las cifras absolutas no nos ofrecen, sin embargo, una medida significativa de la importancia de dicha inversión dado el cambio de valor adquisitivo experimentado por dicha moneda. Más significativo resulta recordar que la inversión neta de un país como la Gran Bretaña -entonces el más importante- alcanzó, durante los cincuenta años anteriores a la mencionada guerra, un 4% de su producto nacional; y que dicho porcentaje llegó al 7% durante el período 1905-1913.

Los flujos de capitales de la Gran Bretaña se iniciaron desde principios del siglo XIX, pero adquirieron mayor importancia en la segunda mitad del siglo, especialmente en su última parte, y sobre todo, a principios del siglo actual. La industrialización, la denominada Revolución Industrial, permitió un crecimiento importante de la renta nacional y un elevado aumento del ahorro, una parte del cual encontraría colocación en el extranjero. A ello contribuyó, no sólo la existencia de rendimientos más elevados sino, además, los riesgos moderados derivados de la inversión extranjera.

* En toda la parte primera de este trabajo se ha empleado ampliamente como base, el trabajo realizado para Argentinia sobre «Nuevos cauces de la financiación internacional», publicado en 1996. También se han utilizado algunos aspectos de un trabajo conjunto con M. Várela, «Las instituciones financieras internacionales en el umbral del siglo XXI», publicado en *Perspectivas del Sistema Financiero*, 2000, n° 68. Quiero expresar mi agradecimiento por la autorización de su uso, en ambos casos.

¹ Véase, Baldwin y Martin, 1999 y Bordo et. al. 1998

Tres motivos justificaron la moderación de los riesgos respecto a épocas posteriores: la escasa interferencia de los Estados en la economía, consecuencia del Individualismo y el "laissez faire" que caracteriza a la época; la casi ausencia de guerras y perturbaciones políticas importantes; y la inexistencia de riesgos de cambio y otros riesgos monetarios apreciables dado el carácter prioritario atribuido al mantenimiento del patrón oro. El peso y prestigio de Londres como centro financiero especializado también tuvo una influencia en la movilidad de capitales durante el período. Como ha señalado Obstfeld, un lector del *The Economist* a finales del siglo XIX podía seguir el rastro de las inversiones en los ferrocarriles americanos, en las minas de oro de Sudáfrica, en el guano peruano o en la deuda pública egipcia; al mismo tiempo, el tendido del cable transoceánico le permite realizar transacciones monetarias en pocas horas, al menos entre Londres y Nueva York (Obstfeld 1998, pag. 11).

En la primera parte del siglo XIX una parte apreciable de estos flujos se dirigió a países europeos, pero en la parte final del siglo y principios del actual, los más importantes se dirigieron a lo que se ha denominado países de nuevo asentamiento (Estados Unidos, Canadá, Australia, Nueva Zelanda, Argentina y Sudáfrica) que recibieron dos tercios de las inversiones británicas. Un cuarto de las mismas fue hacia países actualmente considerados en desarrollo -principalmente dominios británicos- y el resto a países europeos.

De forma esquemática, los economistas han tendido a destacar la importancia de la inversión extranjera como método para asegurar los suministros de materias primas, exigidas por la revolución industrial, y los alimentos precisos para atender las demandas crecientes de la población. Esto sin duda sucedió en la época, como había sucedido en otras precedentes, con los llamados productos coloniales, necesarios para atender la demanda de ciertas capas sociales. Pero no debió de ser lo característico de los movimientos de capitales en la época que consideramos, dado que se ha evaluado que de la cartera británica de inversión extranjera en 1913, 30% eran préstamos a gobiernos, 40% préstamos e inversiones en ferrocarriles y otro 5% estaba colocado en otras grandes empresas de servicios; el 25% restante tuvo que corresponder no sólo a la industria extractiva y la agricultura, sino a la industria manufacturera y otros sectores, incluida la banca².

El proceso de inversión exterior fue probablemente similar en los otros países exportadores netos de capital en la época, países centroeuropeos con Francia a la cabeza y Alemania, Bélgica, Holanda y Suiza después. Las diferencias son temporales y geográficas. Por una parte, los flujos se iniciaron más tarde, ya en la segunda mitad del siglo y sólo adquirieron importancia muy al final. Ello origina que la cuantía acumulada por todo el resto de países al empezar la primera guerra mundial sólo alcance una cifra equivalente a la británica. Por otra parte, hay una tendencia a dirigir una parte apreciable de la inversión hacia los países del este de Europa: Rusia, los países de los Balcanes y Turquía. Desde un punto de vista cualitativo las diferencias no son apreciables, aunque se ha señalado un mayor peso del comportamiento político en las decisiones centroeuropeas frente al predominio de la rentabilidad en las inversiones británicas³.

Esta breve referencia a los flujos de inversión en esta época no sería completa sin hacer una mención al importante papel desempeñado por la banca de negocios en la organización e impulso de dichos flujos. Refiriéndonos de nuevo al ejemplo, siempre importante, de la Gran Bretaña, los "merchant banks" - muchos de ellos de origen familiar, centroeuropeo y judío- tienen una influencia decisiva en este impulso de la financiación internacional. Impulso en el que no tuvieron un papel tan decisivo otras entidades financieras, aunque la concentración de los bancos de depósito, a fines de siglo, también debió ejercer un efecto favorable.

² Los datos sobre inversiones británicas en este periodo, utilizan como base un estudio de Herbert Feis, cuyas estimaciones fueron publicadas en *Royal Institute for International Affairs* (1937). Véase referencia a él en Bordo et. al, 1998, p. 17.

³ Véase, Ellsworth 1950; Kindleberger, 1984

Por último, conviene mencionar el papel de Estados Unidos, cambiante con la iniciación del siglo, en lo que será una anticipación de las décadas posteriores. Como ya hemos señalado Estados Unidos es un receptor importante de inversión extranjera en el siglo XIX. Continúa siéndolo a principios del XX, pero en esta época se inicia, con cifras apreciables, la inversión de este país en el extranjero, incluyendo cuantiosos flujos hacia otros países del continente y naciones más lejanas. También se inicia el desarrollo internacional de los grandes bancos americanos, con J. R Morgan al frente, en busca de negocios internacionales más rentables, como el de China, buscando el apoyo de sus autoridades en lo que constituye el primer ejemplo de la denominada "diplomacia del dólar".

CRISIS DE LA FINANCIACIÓN

La primera guerra mundial significa una interrupción en las cuantiosas corrientes de fondos que tuvieron lugar en las décadas precedentes. Los principales actores del conflicto bélico fueron precisamente los mismos países que habían sido los principales exportadores de capitales. La financiación de la guerra obligó a todos ellos a liquidar parte de esas inversiones y a Gran Bretaña y Francia a endeudarse apreciablemente con Estados Unidos, una situación que comienza ya antes de la entrada en guerra de este último país. Pero lo que más nos interesa destacar aquí es que durante el citado período desaparecieron los flujos privados, algo esperable dadas las incertidumbres creadas por el conflicto y la suspensión del funcionamiento del patrón oro que originó. Esta será también la situación de los primeros años de la posguerra, caracterizados por las deudas entre Estados: no sólo las contraídas anteriormente sino las indemnizaciones acordadas en Versalles y los nuevos créditos que serán necesarios para superar la situación fuertemente inflacionista de Europa central durante la primera parte de los años veinte. Los créditos entre Estados y los concertados a través de la Sociedad de Naciones sustituyeron parcialmente a la financiación privada.

Los flujos privados de capital se reinician a partir de 1922, pero sólo recuperarán su tono normal después de 1925. La estabilización monetaria en Europa continental y la reposición del patrón oro en Gran Bretaña abren un corto periodo en el que los flujos financieros recuperan alguna importancia, pero nunca la fluidez con que se movieron antes de 1914. El patrón oro de este periodo, tuvo un carácter más frágil. Por una parte, los objetivos económicos internos se comenzaron a considerar como una alternativa política, disminuyendo la credibilidad absoluta que la paridad oro había tenido en épocas anteriores. A esta potencial inestabilidad contribuyeron también la complejidad introducida por la competencia entre varias monedas internacionales adecuadas para realizar inversiones- frente al anterior predominio absoluto de la libra esterlina- y los desajustes de algunas de las paridades oro fijadas después de la guerra, especialmente entre la libra y el franco francés⁴. Tal desajuste solo podría haberse corregido con un elevado grado de flexibilidad de las economías, algo que justamente faltó en un periodo en el que precios y salarios se fueron haciendo más rígidos como consecuencia de las necesarias mejoras en el seguro de desempleo y otras formas de protección social (FM1, 2000, pp. 70 y 71).

Otro cambio relevante que se produce en la época es en la procedencia de los flujos de capital. Los Estados Unidos sustituyen a la Gran Bretaña. Sus inversiones estarán constituidas por dos flujos principales: préstamos a países europeos, normalmente acreedores, pero que necesitan recursos temporalmente para hacer frente a la situación financiera creada por la guerra; e inversiones de capital a largo plazo en países menos desarrollados, como los del continente americano, complementados en ocasiones con préstamos.

⁴ Nunca, en las épocas tradicionales del patrón oro, se había producido una especulación con la intensidad y continuidad que tuvo la conversión de libras en francos franceses durante estos años. Entonces, a Gran Bretaña le bastaban pequeños movimientos en el tipo de interés para cortar una especulación de este tipo. Como ha señalado Bloomfield (1959), este fue uno de los motivos por los que durante toda la época anterior a 1914, apenas se produjeron movimientos relevantes de oro entre los principales bancos centrales, pese a que tales movimientos parecían necesarios para lograr el reequilibrio de la balanza de pagos, según la explicación clásica

Esta recuperación de los flujos de inversión privada duraría muy pocos años, ya que a partir de 1928, tal inversión experimentó una caída apreciable a causa del crecimiento espectacular de las cotizaciones bursátiles de Estados Unidos en 1928-29, que atrajo hacia dicho país fondos financieros de diversos orígenes. La crisis bursátil de 1929 significó una interrupción brusca de tales flujos. En esa parte final de los años veinte, Gran Bretaña recuperó algo de su papel de inversionista a largo plazo, si bien para ello se tendría que endeudar a corto plazo, con consecuencias importantes en 1931, cuando se vio obligada a abandonar el patrón oro. De esta manera, a principio de los años treinta todavía sigue teniendo la primera cartera de inversión internacional, ligeramente por encima de Estados Unidos. La tercera cartera de inversión de la época es la de Francia, estimada en 3.500 millones de dólares, menos de un cuarto de la cartera de Estados Unidos y de un quinto de la Británica (18.000 millones de dólares).

Este corto período de recuperación de la inversión privada en la segunda mitad de los años veinte, sería poco más que un islote en un largo periodo en el que desapareció la inversión de tipo tradicional: inversión privada motivada principalmente por la rentabilidad. En efecto, al extenderse la depresión a principios de los años treinta cesan los nuevos flujos. Además, hay un incumplimiento frecuente de las obligaciones financieras anteriores y muchos países adoptan controles de cambios, produciéndose dificultades en la repatriación de flujos anteriores. La desconfianza de los inversionistas internacionales se ve, además, acrecentada por el nuevo papel del Estado en la economía, que se caracteriza por una mayor desconfianza en el libre juego de los mercados y un papel más activo de los gobiernos para tratar de mantener un nivel adecuado de demanda global, así como la adopción de numerosas medidas que interfieren el libre juego de la actividad económica. El elevado número de fallidos en las inversiones previas y la persistencia de estas nuevas condiciones político-económicas llevaron a que la Inversión extranjera no se recuperase en el resto de la década, en la última parte de la cual el riesgo de un nuevo conflicto ya se hizo tangible. Todo este cúmulo de motivaciones justifican que cambie el signo de los flujos de fondos de los Estados Unidos: predomina la repatriación de fondos sobre las nuevas Inversiones en este país que había sido el principal origen de los movimientos internacionales de capital en la década anterior.

La segunda guerra mundial, como todo conflicto bélico, iba a continuar esta inactividad de la inversión internacional. El temor al riesgo bélico, el miedo a la intervención administrativa haría concentrarse dicha inversión en unos pocos países refugio (en estos años se establece el papel de Suiza como mercado refugio). La guerra encontraría la financiación a través de empréstitos entre Estados, principalmente mediante Ley de Préstamos y Arriendos de los Estados Unidos. Este mismo país sería el origen de los importantes empréstitos que tuvieron una influencia decisiva en la recuperación europea (Acuerdo anglo-americano, Plan Marshall, etc.). Hubiera sido deseable restablecer los flujos privados de capital, pero no era factible. Por ello se hizo necesario crear entidades internacionales como el Fondo Monetario Internacional y el Banco Internacional de Reconstrucción y Desarrollo que movilizaran recursos internacionales, reemplazando a la inversión privada no disponible en la época.

REAPARICIÓN DE LA FINANCIACIÓN INTERNACIONAL

La experiencia de los años treinta había dejado la idea de que, en el mejor de los casos, no se podía confiar en los flujos privados de capital, que en determinadas circunstancias podían ser, además, una fuente peligrosa de perturbaciones. Por esta razón, el Convenio Constitutivo del FMI iba a permitir no sólo el mantenimiento de los controles de capital introducidos durante la guerra, sino, incluso, el establecimiento de nuevas restricciones. Además, prohibió que se utilizaran los recursos de dicho organismo para hacer frente a salidas largas y sostenidas de capital e incluso hacía posible que el FMI pudiese exigir a los países que introdujeran controles ante tal eventualidad (Obstfeld, 1998, p. 16). Algo bien distinto de lo que es la posición actual de dicho organismo.

Esta política reticente respecto a los movimientos de capital se correspondía con la mentalidad de muchos economistas de la época. La memoria de los años treinta parecía subrayar el carácter desestabilizador de la especulación y la evasión de capital, así como la posibilidad de que los movimientos de capital originasen situaciones de pánico contagiosas, como las que se habían producido durante la Gran Depresión. Esto fue lo que motivó, según De Long (1998), que la primera generación de economistas, después de la segunda guerra mundial, fuese partidaria de controlar tales movimientos. Como ha señalado Helleiner (1995, p. 317), incluso el gobierno de Estados Unidos, que no empleó dichos controles ni en los años cuarenta ni en los cincuenta, aceptó su utilización por otros países y no presionó para conseguir que los liberalizaran algunos países europeos o Japón, cuando sus balanzas de pagos se hicieron claramente excedentarias. La suavización de los movimientos de capital se produjo de forma lenta y progresiva y a un ritmo muy desigual.

El primer paso en esa liberalización se produjo hacia la mitad de los años cincuenta, al permitir los gobiernos de los principales países europeos que su propia banca pudiese mantener una posición propia en divisas extranjeras para operar expeditivamente con su clientela. Esto llevó a la reaparición y expansión de los préstamos bancarios internacionales, principalmente en dólares. Pero este desarrollo crediticio no se iba a producir en su forma tradicional, es decir, mediante inversiones o préstamos obtenidos por empresas y entidades de determinados países en los mercados financieros de otros, sino mediante el desarrollo del mercado de eurodivisas, una de las importantes innovaciones financieras de esta segunda mitad de siglo. A éste se añadieron después otras modalidades de euromercados, constituyendo, en conjunto, el conducto a través del cual han fluido los recursos más importantes de la financiación internacional durante las últimas décadas.

Para entender las causas que motivaron la creación y expansión inicial de los euromercados, conviene recordar la situación de los mercados financieros internacionales a finales de los años cincuenta. No existía, ni había existido durante un largo período, inversión internacional privada. Sólo la inversión pública, que desempeñó un papel muy importante en el período de posguerra y tuvo gran trascendencia en la reconstrucción. Esta fue consiguiendo los resultados deseados y la situación de balanza de pagos de los principales países afectados por la segunda guerra mundial se normalizó en la década de los cincuenta como pone de relieve la declaración de convertibilidad externa, por ellos realizada en 1958. Pero los capitales, especialmente los de más largo plazo, siguieron considerándose un recurso escaso, que debía emplearse exclusivamente en el desarrollo económico interno de cada país. La liberalización de los mercados financieros internos para su utilización internacional fue un proceso lento y desigual, que algunos países tardaron décadas en realizar.

En los cincuenta sólo merecen señalarse los primeros intentos británicos por recuperar el tradicional papel internacional de la libra y la City, que chocarían con la debilidad de su balanza de pagos y su moneda. Los Estados Unidos constituyeron la única fuente importante de recursos internacionales en dicha época. Dichos recursos fueron de carácter público principalmente. Aunque al final de la década reaparecieron los préstamos privados, estos representaban cuantías muy limitadas, sólo afectaban a los países de más solvencia y, dentro de ellos, a las entidades de más calidad (principalmente bancos) y servían para financiar operaciones a corto plazo. A medida que se fueron solucionando los problemas de la reconstrucción y la economía recuperaba su tono, los bancos y empresas europeos fueron necesitando mayores recursos para su financiación. Paralelamente, los bancos europeos fueron paulatinamente mejorando su capacidad operativa en divisas, al suavizarse los rigurosos controles de cambio inicialmente mantenidos por los gobiernos. Toda esta operativa tenía lugar en dólares, ya que no había otra moneda internacionalmente utilizable en la época.

FINANCIACIÓN BANCARIA: EL MERCADO DE EURODIVISAS

En sus operaciones en dólares, los bancos europeos se encontraron con una contradicción derivada de la normativa bancaria de los Estados Unidos. Cuando un banco europeo mantenía un depósito en dólares, necesario para su operativa en divisas, dicho depósito difícilmente le proporcionaba intereses, ya que estaba prohibido retribuir los depósitos en plazos inferiores a 30 días; y aunque éste fuese el plazo elegido, los intereses pagados se veían limitados por la existencia de unos tipos máximos, fijados por la Reserva Federal. Por el contrario, cuando algún banco europeo necesitaba financiación en divisas, los recursos financieros obtenidos estaban sometidos a unos tipos de interés mínimos, fijados por las autoridades, apreciablemente más elevados que aquellos; además, no era infrecuente que tuviesen que mantener en cuenta determinadas cuantías, como saldo operativo, lo que incrementaba todavía más el coste de los recursos.

Fue precisamente esta diferencia importante entre el coste del crédito obtenido y los rendimientos de los recursos en dólares, lo que permitiría el desarrollo del mercado de eurodólares, primer segmento de lo que después sería el mercado de eurodivisas. Los bancos europeos que se veían obligados a pagar los tipos de interés establecidos en Estados Unidos para financiarse, estuvieron dispuestos a retribuir a los depositantes de dólares con tipos ligeramente inferiores a aquellos, pero muy superiores a lo que dichos depositantes podían obtener en Estados Unidos. Surgió así una intermediación bancaria en dólares, fuera de los Estados Unidos; no sometida, por tanto, a la legislación bancaria de este país.

Esta captación de depósitos en dólares fuera de los Estados Unidos no era la primera vez que se producía; ya había tenido lugar en los años treinta.

Lo novedoso fue que el aumento de dichos depósitos tuvo un desarrollo vertiginoso y continuado. A finales de los años cincuenta ya existía conciencia de que dicha operativa había generado un mercado, cuyos tipos de interés empezaron a reflejarse en la prensa especializada. A ello contribuyeron factores muy diversos: temor de las autoridades soviéticas a la congelación de sus fondos en dólares, mayores disponibilidades en divisas (dólares) de los países europeos, limitaciones al uso de libras esterlinas para la financiación internacional, etc. Lo importante fue que el mercado adquirió su propia dinámica y su crecimiento continuó en los años y décadas siguientes, pese a desaparecer la mayor parte de las causas que motivaron su desarrollo inicial.

Ese mercado de eurodólares, en pocos años convertido en mercado de eurodivisas -es decir, de depósitos bancarios en las principales divisas fuera del país al que corresponde cada una de ellas- se constituyó desde el principio en el principal canal por el que fluyó la financiación privada extranjera después de la larga interrupción de varias décadas a la que hemos hecho referencia. Dicha financiación empezó siendo financiación a corto plazo, principalmente ligada al comercio internacional. La utilización más fácil y lógica de estos recursos en divisas extranjeras y a corto plazo era la financiación del comercio internacional, en operaciones también en divisas y que originaban recursos a corto plazo que permitían liquidarlas. Sin embargo, pronto surgieron operaciones no comerciales, como la financiación de entidades locales británicas, con el riesgo de cambio cubierto en el mercado a plazo y a mediados de los años sesenta ya comenzaron a aparecer operaciones de financiación a medio plazo. En ellas, el prestatario se aseguraba la disponibilidad de los recursos a medio plazo, por ejemplo a cinco años, pero no conocía el coste del préstamo, que sólo iría determinándose paulatinamente, generalmente con carácter semestral, según la evolución de los tipos de interés en el euromercado, habitualmente representados por el tipo de interés a que se ofertaban los fondos interbancarios en eurodivisas en el mercado de Londres (LIBOR).

Desde el punto de vista de los bancos prestatarios, el mercado de eurodivisas también experimentó una modificación apreciable. Al principio, los bancos que empezaron a recibir depósitos en dólares eran bancos europeos que necesitaban tales fondos para atender sus necesidades de clientela.

Pero, casi desde el primer momento, bancos de todos los países del mundo, incluido un considerable número de bancos de Estados Unidos, comenzaron a establecerse en Londres y otros centros financieros para operar en eurodivisas. Pese al prefijo "euro", el mercado tiene actualmente una multitud de centros financieros en todo el mundo. Los distintos bancos mantienen oficinas o entidades subsidiarias en aquellos que estiman suficientemente atractivos para justificar su implantación.

Todo este desarrollo hizo que el mercado de eurodivisas fuera ya una fuente importante de financiación internacional a finales de los años sesenta. Los bancos que recibían depósitos en eurodivisas, financiaban principalmente a empresas y entidades de países industriales. También los propios Estados utilizaban los recursos del mercado: en unas ocasiones obteniendo créditos sindicados a medio plazo, de elevada cuantía; en otras, facilitando la entrada en su economía de recursos externos mediante, por ejemplo, operaciones de cobertura a plazo que permitieran a la banca endeudarse en divisas y prestar en moneda nacional.

La financiación a medio plazo en eurodivisas se concentró hasta 1973 en empresas y entidades de países industriales. Pero desde 1974, un grupo de países en desarrollo- cada vez más amplio en los años siguientes- también recibió préstamos en cuantías crecientes. A ello contribuyó la expansión de los depósitos en dólares, en parte debida a los países productores de petróleo, coincidiendo con la reducción de las posibilidades de prestar tales recursos a países industriales. La crisis derivada del ajuste económico iniciado en dichos años, limitó fuertemente las necesidades de financiación privada de las empresas de estos países. Aunque algunos gobiernos recurrieron inicialmente a créditos sindicados para financiar su déficit de balanza corriente, tal utilización fue reduciéndose en el curso del tiempo, al imponerse la necesidad de ajuste frente a una situación de balanza de pagos considerada permanente. En esas condiciones, el crédito a los países en desarrollo, que en general habían tenido un período muy favorable a principios de los años setenta, pareció a la banca una solución deseable. Al principio se concentró principalmente en países en desarrollo de renta media alta y en aquellos con mejores perspectivas. Pero, muy pronto, la competencia llevó a extenderlos a un grupo más amplio de países en condiciones cada vez más ajustadas, con un significativo aumento del riesgo para los prestamistas. Ni siquiera el empeoramiento de la situación de los países en desarrollo a partir de 1979, cuando los países industriales dieron claramente una prioridad a la estabilidad monetaria frente al ritmo de crecimiento, acabó con tal política. Tampoco lo hizo el problema del impago originado por Argentina tras la guerra de las Malvinas. Todavía parecía predominar la idea de que los créditos soberanos no estaban sometidos a quiebras y, por tanto, tenían menor riesgo. Algo que el impago de México en 1982 y la evolución posterior se encargarían de negar.

Los años siguientes fueron años de transformación para la financiación en eurodivisas a medio y largo plazo. Desapareció la financiación voluntaria a países con problemas de deuda, se redujo la financiación a otros países en desarrollo y empeoró la calidad de los bancos como prestatarios en los mercados internacionales como consecuencia de las pérdidas sufridas. Esto último hizo que las empresas y entidades públicas de los países industriales pudieran endeudarse directamente en los mercados en mejores condiciones que obteniendo financiación bancaria. Ésta se vio también afectada por las dificultades de la sindicación de los créditos, después de la mala experiencia que el problema de la deuda significó para la banca media y pequeña. Todo ello llevó a una reducción drástica de la financiación a medio y largo plazo en el mercado de eurodivisas que alcanzó su mínimo a mediados de los ochenta, coincidiendo con una gran expansión en la emisión de eurobonos. Sin embargo, posteriormente, la financiación mediante créditos sindicados ha recuperado su tono, mostrando una gran expansión en algunos años. A ello han colaborado la facilidad de concertar estas operaciones como respaldo de las ofertas públicas de adquisición de acciones (importante en los períodos de mayor actividad de adquisiciones y fusiones) y también su utilización por países cuando las condiciones existentes en los mercados de eurobonos no permiten realizar operaciones de gran entidad en condiciones satisfactorias.

Esta evolución desigual de la financiación a medio y largo plazo en eurodivisas podría dar una visión inadecuada de la extraordinaria influencia que este mercado tiene en la financiación internacional. Los pasivos de la banca internacional frente al extranjero son hoy superiores a diez billones de dólares. Aún deduciendo aquella parte de este total de pasivos que procede de la conversión en divisas de fondos originados en la propia moneda, existen no menos de nueve billones de dólares de pasivos en divisas, de los cuales más de cinco son depósitos interbancarios, lo que muestran la existencia de un activo mercado interbancario en eurodivisas en el que los bancos de todos los países operan en divisas extranjeras, endeudándose cuando lo precisan o colocando sus excedentes cuando los tienen. Los tipos de interés de cada moneda en el mercado de eurodivisas constituyen el referente inmediato y natural que los bancos utilizan para sus operaciones en esa moneda, ya que es un tipo de mercado que refleja adecuadamente las condiciones en las que puede obtener recursos a corto plazo o colocar excedentes. Es lógico, por tanto, que toda su operativa en divisas venga referida a dichos tipos y que el mercado sea la principal fuente de recursos en divisas extranjeras. Además de este importante papel de asignación de recursos financieros en las principales divisas entre bancos de todos los países y en diferentes localizaciones geográficas, el mercado constituye la fuente principal de la financiación bancaria en divisas extranjeras.

DESARROLLO DE OTROS EUROMERCADOS

La característica más destacada de la evolución de la financiación internacional en los euromercados en los años ochenta fue el desarrollo de la financiación directa: emisión de títulos por entidades que precisan recursos y su compra por ahorradores finales. Es decir, la característica fue la desintermediación bancaria.

Por supuesto que la financiación directa existía en el euromercado desde épocas anteriores. Tras la segunda guerra mundial la mayor parte de los países reservaron la financiación a largo plazo para atender necesidades nacionales. El cierre de los mercados de obligaciones a las emisiones realizadas por instituciones extranjeras se convirtió en regla general. Durante años, el único mercado relevante abierto a tales emisiones fue el de Estados Unidos: un mercado muy exigente en cuanto a calidad de la emisión y cuyos inversores mostraban una gran preferencia por las emisiones internas, nada de extrañar dados los riesgos existentes en la época. Pero incluso este mercado se cerró a partir de 1963 cuando dicho país introdujo un impuesto sobre los tipos de interés pagados por las entidades extranjeras. Dicho impuesto, que hacía prohibitiva la emisión de obligaciones en el mercado de Nueva York, originó la creación del mercado de eurobonos y fue el punto de partida de un proceso, más lento, de apertura progresiva de los mercados financieros nacionales a las emisiones extranjeras; proceso todavía incompleto.

Los eurobonos son obligaciones denominadas en una moneda y colocadas en mercados financieros distintos al correspondiente de dicha moneda. Como en el caso de las operaciones de eurodivisas, al hacerse fuera del mercado correspondiente a dicha moneda, las operaciones se sustraen a exigencias regulatorias de los mercados nacionales; en el caso de emisiones internacionales se podían evitar impuestos como el establecido por Estados Unidos en 1963 y, sobre todo, el sometimiento a complejas normas regulatorias locales.

No realizaremos aquí un análisis de cómo ha evolucionado el mercado de eurobonos. Digamos simplemente que ha tenido un crecimiento fuerte en el curso del tiempo, aunque desigual según los años. El período de mayor crecimiento es el correspondiente a los seis o siete primeros años de los ochenta. En él influye el empeoramiento de la calidad de la banca como prestataria; fenómeno complejo en el cual el problema de la deuda de los países en desarrollo tuvo una indudable influencia cualitativa. Ello favoreció, tanto en el euromercado como en los mercados nacionales, un proceso creciente de "titulización" y financiación directa. En el mercado de eurobonos se produjo una gran expansión de las emisiones a tipos de interés flotantes que se convirtieron en el sustituto ventajoso de los créditos sindicados para todas las instituciones y empresas de mejor calidad de un amplio número de países.

También las emplearon los bancos de más calidad que encontraron en las emisiones de este tipo, perpetuas o de muy largo plazo, una forma de reforzar sus recursos propios, aceptada por las autoridades de los principales países. En el optimismo creado por la situación de los mercados financieros a mediados de los años ochenta, dichas operaciones a tipo flotante fueron también realizadas por prestatarios de menor calidad y cada vez con márgenes más estrechos, lo que originó la crisis de las emisiones de tipo perpetuo en 1986 y las del resto de las emisiones en 1987. Este fue el origen de un largo declive de este tipo de emisiones, cuya recuperación sólo se inició con el crecimiento de las cifras de 1994 y 1995.

Este percance importante de las obligaciones a tipo flotante no ha impedido el continuado aumento de las emisiones a tipo fijo ni el de otros segmentos del mercado de eurobonos, como las emisiones convertibles y otras emisiones ligadas a los mercados de acciones. Todos estos tipos de emisiones han seguido teniendo en la parte final de los años ochenta y en los noventa, un fuerte crecimiento, sometido, eso sí, a la evolución coyuntural y a la influencia de otros aspectos financieros. En conjunto, el total de títulos de deuda emitidos internacionalmente (principal pero no únicamente constituido por eurobonos) supera los 5 billones de dólares. Esta cifra incluye el aumento récord de las inversiones netas en dichos títulos que tuvo lugar en 1999, con emisiones netas superiores al billón de dólares (Bank for International Settlements, 2000, tabla VI.2).

FINANCIACIÓN A TRAVÉS DE LOS MERCADOS NACIONALES

En el curso de los años ochenta, los euromercados dejaron de ser el principal conducto a través del cual se movilizan los recursos financieros internacionalmente. Los informes del Fondo Monetario Internacional (FMI) sobre mercados internacionales de capital señalan que, desde mediados de dicha década, los flujos más importantes de capital tienen lugar a través de los mercados nacionales, en la propia moneda de cada país. La institucionalización de las carteras de inversión y su creciente internacionalización han hecho que los mercados de capitales nacionales constituyan hoy el canal más importante por donde fluye el ahorro internacional.

Los últimos años de la década de los ochenta y principios de los noventa se han caracterizado por el desarrollo y la desregulación de los mercados financieros nacionales. Estos habían quedado al margen de la innovación financiera y la libertad de actuaciones que había caracterizado a los euromercados en el período previo. Pero, en el período mencionado, hubo un cúmulo de circunstancias que contribuyeron a terminar con dicho anquilosamiento y convirtieron a esos mercados nacionales en un vigoroso cauce para la inversión internacional. Una de ellas fue la necesidad de financiar los déficit presupuestarios crecientes que caracterizaron a la década de los ochenta. Ello exigió una reforma de los mercados de emisión de deuda pública, la creación de entidades especializadas en su colocación y negociación -al margen de los viciados y monopolísticos sistemas anteriores- y el desarrollo de mercados secundarios que dieran liquidez a tales títulos. Es decir, surgió la necesidad de tener mercados eficientes frente a sistemas anteriores menos competitivos y, a veces, claramente oligopolísticos. Es curioso observar que los más innovadores en este cambio fueron aquellos países que tenían que financiar déficit más importantes.

La necesidad de mejorar los mercados de deuda pública no fue la única preocupación sentida en el período. Algo parecido ocurrió con las Bolsas de Valores y otros mercados financieros en general. En este caso, la motivación no estuvo en las necesidades financieras del Estado, sino en la propia fuerza de la competencia y la libertad de los mercados. Característica de los últimos veinte años, ha sido la tendencia a la liberalización de los flujos financieros entre los países. Además, la innovación financiera ha ido creando nuevos instrumentos derivados que permiten transformar deudas o flujos de deuda de una moneda en otra, haciendo cada vez menos efectivos los controles de capital.

Por ello, incluso aquellos países que habían mantenido estas operaciones sometidas a restricciones cambiarlas, lo cual era frecuente, las liberalizaron a partir de finales de los setenta y, sobre todo, en los ochenta. Igualmente se eliminaron medidas restrictivas que pesaban sobre la actuación inversora de entidades financieras, cuya actividad tenía que desarrollarse en un medio crecientemente competitivo. Como consecuencia, fue necesario desregular y hacer más competitivas las Bolsas y otros mercados financieros que, como se ha señalado, en la mayor parte de los países habían vivido al margen de la innovación financiera y sometidos a reglas restrictivas de la competencia.

Estas sólo fueron dos de las causas que contribuyeron a este desarrollo y puesta al día de los mercados financieros nacionales. Sin duda también hay otras que han incidido en este proceso, de gran envergadura, que ha cambiado la estructura de los mercados financieros. Entre ellas cabe destacar los avances tecnológicos que permiten el tratamiento masivo de información y su transmisión rápida y a bajo coste, algunas de cuyas consecuencias destacamos más adelante. En cualquier caso, la introducción de modificaciones importantes en el funcionamiento de los mercados financieros ha sido una de las características de los diez o quince últimos años. Para ello cada país ha seguido sus propias pautas respecto al momento de introducción, modalidades y ritmo de actuación. Pero el abandono de controles de precios y cantidades, la creación de nuevos instrumentos financieros y la eliminación de restricciones que impiden la competencia entre diferentes tipos de instituciones, han sido bastante generales. Todo ello ha llevado a mercados más libres y competitivos. También ha implicado una mayor volatilidad de los mismos, haciendo deseable el desarrollo de mercados de derivados, que permiten modificar o transformar tales riesgos. No es extraño que el período se haya caracterizado por un gran desarrollo de los mercados de opciones, futuros y "swaps". Tampoco que hayan surgido nuevos instrumentos financieros de carácter híbrido que permiten conseguir las combinaciones más deseables de riesgo / beneficio.

Liberalización de movimientos de capital, desregulación de mercados nacionales e innovación financiera son, a su vez, tres factores que potencian dos características que queremos destacar porque tienen una gran importancia en la utilización de mercados nacionales como vehículo de la financiación internacional: el papel decisivo de los inversores institucionales y la tendencia hacia la internacionalización de sus carteras. De esta forma, junto a los flujos de capital derivados de los euromercados, que siguen siendo muy relevantes, en los últimos veinte años se han desarrollado, adquiriendo gran importancia, otros tipos de flujos de carácter más tradicional, pero que habían perdido parte de su importancia en el período anterior. En primer lugar, hay que mencionar las inversiones de cartera, realizadas en mercados bursátiles y de deuda nacionales. En segundo, la inversión directa que ha adquirido una gran importancia en los años noventa, especialmente en relación a los países en desarrollo. Dos tipos de inversión muy distintos, sujetos ambos a influencias coyunturales, cuyos efectos son radicalmente distintos en algunos aspectos básicos, como su volatilidad en casos de crisis. Durante la última década ambos tipos de inversión han sido muy importantes para algunos países en desarrollo, los denominados países emergentes. Factores internos- la estabilización monetaria o el cambio hacia un modelo de economía más abierto- y otros de carácter externo- reducción drástica de los tipos de interés en los países industriales, especialmente en Estados Unidos- han contribuido al desarrollo de la inversión de cartera, fenómeno ampliamente estudiado. Una inversión cuya volatilidad se ha puesto de relieve en las crisis de los noventa, con incidencias especialmente graves para los países emergentes⁵.

Respecto a la Inversión directa, los flujos hacia países en desarrollo aumentaron fuertemente en los años noventa como consecuencia no sólo de las razones mencionadas sino también de la privatización de empresas nacionales, todo ello dentro del mejor clima creado por un tratamiento más abierto a la inversión extranjera que se ha producido desde los años ochenta.

⁵ Véase sobre el tema **Gutián** y **Várela** (2000). Un tratamiento más específico de la volatilidad y vulnerabilidad de los países en desarrollo en caso de crisis, puede encontrarse en World Bank, 2000 cap.5

LA CONTROVERSIASOBRE LA LIBERALIZACIÓN DE CAPITALES

Ya nos hemos referido a la opinión, bastante generalizada entre los principales economistas después de la segunda guerra mundial, favorable a la posibilidad de establecer controles o limitaciones a los flujos de capital. Estos se consideraron una fuente potencial de problemas, que convenía evitar. No liberalizándolos se evitaba o, al menos, se reducía la especulación desestabilizadora y la posibilidad de evasión de capitales. La estabilidad de los tipos de cambio y el compromiso de los gobiernos en el mantenimiento de la actividad económica, parecían más importantes que facilitar el libre flujo de los capitales. Cuando se produjo la ruptura del Sistema de Bretton Woods, sin embargo, la mentalidad económica ya había cambiado. Los economistas de las nuevas generaciones consideraban los controles de capital no sólo como indeseables, - al impedir que los recursos se movieran hacia las utilidades más rentables y, por tanto, más eficientes- sino como ineficaces, al escapar fácilmente tales movimientos a los mecanismos de control. En relación con los países en desarrollo iría, también, adquiriendo mayor extensión el enfoque que consideraba la importancia que podía tener el capital extranjero para estimular el crecimiento económico, y se empezó a pensar que con los controles se perdía más en términos de crecimiento de lo que pudiese justificar la ventaja de una mayor estabilidad, por lo demás incierta (De Long, 1998).

Es lógico que tal evolución del pensamiento haya entrañado un cambio en el planteamiento que tanto los países como los organismos internacionales tenían respecto a los movimientos de capital. La liberalización de los movimientos de capital en los países industriales arranca de los años setenta y se generaliza en la década siguiente. Cuando la Comunidad Europea aprobó, en 1986, el Acta Única Europea, que preveía la liberalización total de capitales, no hizo sino convertir en objetivo común una realidad cada vez más próxima en muchos de los países miembros. Es poco después de dicha fecha cuando la liberalización de capitales comienza a extenderse a un cierto número de países emergentes, y cuando el FMI empieza a incluirla como una recomendación de política económica en algunos de sus programas. Hubo una aprobación de principio del Comité Interino, mediante la llamada Declaración de Hong Kong, que debería conducir a su instrumentación como enmienda al Convenio Constitutivo. La elaboración de la enmienda correspondiente encontró, sin embargo, en su camino, la crisis asiática que puso de manifiesto, de una parte, que los movimientos de capital podían jugar un papel decisivo en las crisis monetarias, incluidas las que podían experimentar países sin desequilibrios macroeconómicos básicos; y, por otra, que podían tener graves consecuencias sobre la vulnerabilidad de los sistemas financieros, potenciándose mutuamente ambos efectos negativos.

El argumento principal a favor de la liberalización de capital es la contribución que un mercado libre puede hacer para una mejor asignación de recursos. El argumento, que establece un paralelismo en los efectos derivados de la liberalización del comercio y la liberalización de capitales, se encuentra ya en trabajos teóricos tan tempranos como el de MacDougall (1968). La libertad de movimientos de capital tiende a reducir el coste del capital en los países en que este recurso es más abundante y a elevar el precio del factor trabajo en esas economías. Este efecto solo se produce si hay una diferencia apreciable en el coste de capital, que determina un flujo neto de recursos de una economía a otra. La teoría moderna pone más énfasis en las motivaciones derivadas de una buena asignación de riesgos entre usos alternativos del capital. De acuerdo con esta teoría, no es necesario que se produzca un desplazamiento del capital en un solo sentido para que se produzcan beneficios. Incluso si los flujos de entrada y salida de capital se equilibran, agentes económicos individuales se benefician de las variaciones en activos con diferentes riesgos (Hanson, 1995, pp 84-5). Cualquiera que sea el tipo de argumentación empleado, el paralelismo con la liberalización comercial es evidente.

Las razones generalmente empleadas para justificar los controles de capital han sido variadas. Guitián (1995, p 76) las ha clasificado en cuatro: evitar la volatilidad del tipo de cambio y la inestabilidad de la balanza de pagos; evitar la salida del ahorro doméstico y un excesivo predominio de la propiedad extranjera; hacer posible la fiscalidad de las transacciones financieras; y reforzar los esfuerzos de estabilización interna. Guitián argumenta muy sólidamente contra la validez teórica de esos argumentos, aunque admite que puedan resultar aparentemente razonables en la práctica, en determinadas circunstancias.

Pese a los argumentos teóricos que pueden esgrimirse a favor de la liberalización de capitales, ésta sólo ha sido llevada a la práctica muy recientemente, incluso en los países industriales. En 1990 no llegaba a la decena el número de los países industriales que había liberalizado permanentemente sus movimientos de capital; ha sido en el curso de la década cuando se ha producido su generalización a los componentes de dicho grupo. Por otra parte, aunque la liberalización de este tipo de transacciones se ha extendido mucho entre los países emergentes, las crisis monetarias y financieras de los años noventa han puesto de relieve los inconvenientes específicos que tal movilidad tiene para los países en desarrollo. Así, Rodrik (1998) no sólo pone en duda la existencia de correlación alguna entre la liberalización de capital y el crecimiento económico, sino que subraya el efecto negativo que dicha movilidad puede tener para la estabilidad económica. Este último aspecto ha sido ampliamente argumentado por Stiglitz (2000) quien señala la falacia de establecer un paralelismo entre libertad de comercio y libertad de capital. El papel de un mercado de bienes, muy claro en el caso de los grandes productos básicos, es determinar el precio de productos muy homogéneos. En el caso de los mercados financieros, los productos no son tan homogéneos y la función principal del mercado es la de centralizar y sintetizar un conjunto de informaciones. Una función que se ve afectada por las asimetrías de información necesariamente existentes entre los participantes en cada operación. Por ello, la disciplina que originan los mercados financieros es muchas veces arbitraria y errónea. Así, los inversores internacionales tienden muchas veces a ignorar las debilidades de la situación política y económica de los países hasta que, abruptamente, se fijan en ella; entonces, se produce el pánico y los mercados sobre-reaccionan. Como señala Eichengreen (2000, p 1 107) no es una coincidencia que los noventa hayan sido la década de la liberalización de capital y, también, la de las crisis financieras.

Los críticos a la movilidad de capital suelen argumentar que una asignación óptima en un sistema de mercado exige información completa y generalizada- es decir, a disposición de todos los agentes del mercado- mientras que, en los mercados financieros, sobre todo en los internacionales, la información suele ser incompleta y asimétrica. Esto es así por distintas razones entre las que cabe mencionar el elevado coste de disponer de una información completa. Cuando esto sucede se pueden producir ineficiencias derivadas de tres problemas que han merecido mucha atención en el análisis económico reciente: los de selección adversa, riesgo moral y conducta gregaria.

Las crisis financieras de los noventa han mostrado la importancia que pueden tener estos fallos en la asignación de recursos financieros. No fueron importantes para los países europeos en la crisis de 1992-3; pero sí en las crisis experimentadas por los países emergentes desde 1994. Ello parece indicar que las ventajas de la liberalización de los movimientos de capital pueden ser similares para todos, pero que los inconvenientes y perturbaciones que pueden originar son diferentes, y más perjudiciales, para los países en desarrollo. La consecuencia no puede ser otra que la insistencia en la mayor cautela con la que deben actuar dichos países, que debe reflejarse en políticas ortodoxas; pero tampoco se puede ignorar que todo ello ha creado un ambiente menos propicio para la liberalización plena de los movimientos de capital. Por ello hay una posición mantenida por un gran número de economistas, y bastantes países, que consideran que aunque sea deseable la eliminación de los controles existentes, ésta debe realizarse de forma cuidadosa y sin presiones. Esta postura ha ganado claramente adeptos en los años transcurridos desde la crisis asiática. En la misma línea se sostiene que no se deben liberalizar los capitales sin prestar atención suficiente a la existencia de un sistema financiero sólido y una adecuada regulación y supervisión bancarias.

La crisis asiática ha puesto especialmente de relieve el peligro de la liberalización de capitales sin antes tener un sector financiero interno saneado y bien reglamentado y supervisado por las autoridades. Antes se había defendido en muchas ocasiones que la liberalización de capitales era la única forma de presionar tanto a las instituciones financieras como a las autoridades para conseguir un sector competitivo. Pero la experiencia reciente ha demostrado que liberalizar la cuenta de capital tiene riesgos que no pueden ni deben ser asumidos con desequilibrios macroeconómicos serios, ni tampoco sin un fortalecimiento del sector financiero y sin una buena regulación y supervisión del sector bancario. La liberalización de capitales puede aumentar desorbitadamente la vulnerabilidad del sector financiero y de la economía (Citrin y Fisher, 2000, p. 1 138).

Al hablar de esta confrontación entre las dos posturas respecto a la liberalización de los movimientos de capital, conviene precisar cual es el objeto de debate. Porque hay quien identifica la postura de la parte intervencionista de este debate con los controles de capital que existieron en otra época, consistente a la actuación discrecional de la administración derivada del control de cambios. Muy pocos defienden hoy esa forma de actuación que muy difícilmente se ve completamente desvinculada de problemas de corrupción o, al menos, de decisiones erróneas y arbitrarias, puesto que en esta materia no puede haber nunca una prohibición total, es decir, sin excepciones. Se puede decir que existe un consenso bastante amplio sobre que los controles, de existir, tienen que hacerse respetando el libre funcionamiento de los mercados. El debate se centra principalmente en los movimientos de capital a corto plazo y en la utilización ocasional por los países de otras medidas de protección; también en si el FM1 debe imponer tal liberalización, como una cuestión de principio -aunque esté sometida a excepciones- y exigir su realización y en qué condiciones. Eso es lo que ha cambiado en estos últimos años. Cuando la Asamblea General del FMI se reunió en Hong-Kong en 1997 parecía ser esa la postura. La crisis asiática, como hemos mencionado, cambió las posiciones del debate. La postura favorable a la liberalización plena es hoy mucho más matizada. Primero, porque se ha reconocido el papel decisivo que las debilidades del sistema financiero pueden tener sobre el desencadenamiento y las consecuencias económicas de las crisis. Además, son muchos los que admiten los controles de capital como posibles medidas temporales para hacer frente a crisis monetarias. No hay, por supuesto, unanimidad sobre el tema, pero las posturas del FMI y las posiciones de sus dirigentes han pasado a ser mucho más matizadas. Se distingue entre controles de entrada del tipo de los utilizados por Chile, sobre los cuales hay una mucha mayor aceptación-estimando algunos que pueden hacer más sencilla la instrumentación de la política de estabilización- y los controles sobre salida de fondos, que se siguen poniendo en cuestión por motivos de eficacia -dudosa en opinión de muchos- y, quizá también, de sus repercusiones sobre otros países⁶. La confrontación de posiciones se ha hecho en estos últimos años menos tajante y son muchos los economistas que adoptan posturas menos extremas, creando lo que Eichengreen (2000, p. 1 113) ha denominado un «messy middle» constituido por aquellos que no ven en la liberalización de capitales ni una plaga ni una panacea.

⁶ Una buena muestra de este cambio matizado de posturas puede encontrarse en el trabajo de Citrin y Fisher, 2000 pp 1 1 37

BIBLIOGRAFÍA

- Baldwin, R.E. y Martin, R, "Two Waves of Globalization: Superficial Similarities. Fundamental Differences", NBER Working Paper, núm. 6904, junio, 1999.
- Bank for International Settlements: 70th Annual Report, 1 April 1999-31 March 2000, Basilea, 5 de junio, 2000.
- Bloomfield, Arthur I.: Monetary Policy under the International Gold Standard, 1880-1914. Federal Reserve of New York, octubre, 1959.
- Bordo, M.D.; Eichengreen B y Kim, J., "Was there Really an Earlier Period of International Financial Integration Comparable to Today?", NBER Working Paper, núm. 6738, septiembre, 1998.
- Citrin, D. y Fischer, S.: "Strengthening the International Financial System: Key Issues", en World Development, Vol, 28, n° 6, pp, 1133-1142, 2000.
- De Long, J. Bradford: Helping Countries Prepare for International Capital Flows, USIA Economic Perspectives (5 de agosto de 1998). Véase <http://econ161.berkeley.edu/Comments/USIA.html>.
- Eichengreen, Barry: «Taming Capital Flows», en World Development, Vol.28, n°6, pp 1105-1116, 2000.
- Ellsworth, RT: The International Economy: its structure and operation, Macmillan, New York, 1950.
- FMI: International Capital Markets, Washington, DC, 2000.
- Gutián, M: "Capital Account Liberalization: Bringing Policy in Line with Reality", en Sebastian Edwards (ed.) *Capital Controls, Exchange Rates and Monetary Policy in the World Economy*, Cambridge University Press, 1995.
- Gutián, M. y Várela, F, (Eds.): Sistemas financieros ante la globalización. Ed. Pirámide, Madrid, 2000.
- Hanson, James A.: "Opening the Capital Account: Cost, Benefits, and Sequencing", en Sebastian Edwards (ed), *Capital Controls, Exchange Rates and Monetary Policy in the World Economy*, 1995.
- Helleiner, Eric: "Explaining the Globalization of Financial Markets: Bringing States Back In", en Review of International Political Economy, 2:2, Spring, pp.315-341, 1995.
- Kindleberger, Charles R: A Financial History of Western Europe, Alien y Unwin, 1984.
- MacDougall, Ian: "The Benefits and Cost of Private Investments from Abroad; A Theoretical". Reeditado en Caves and H. Johnson (eds), Readings in International Economics. London: Alien and Unwin, 172-94, 1968.
- Obstfeld, Maurice: "The Global Capital Market: Benefactor or Menace?", Journal of Economic Perspectives, Vol. 12, n° 4 Fall 1998, pp. 9-30.
- Rodrik, Dani: Who needs capital-account convertibility? Trabajo incluido en Should the IMF Pursue Capital- Account Convertibility? Essays in International Finance, n° 207, Mayo de 1998, pp 55-65.
- Royal Institute for International Affairs: The Problem of International Investment, Oxford University Press, London, 1937.
- Stiglitz, Joseph E.: "Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability", en World Development, Vol, 28, n° 6, pp 1075-1086, 2000.
- Várela, F: "Nuevos cauces de la financiación internacional", *Grandes Cuestiones de la Economía*, núm. 12, Fundación Argentaria, 1996.
- Várela, F y Várela, M.: "Las Instituciones Financieras Internacionales en el Umbral del Siglo XXI", en Perspectivas del Sistema Financiero, n° 68, 2000.
- World Bank: Global Development Finance, Washington, DC, 2000