

# LOS MERCADOS FINANCIEROS

**Arnaud ZACHARIE**

**En colaboración con Jean Pierre AVERMAETE**

**Traducción: Maite Onco Barella**

Los mercados financieros se componen de un mercado bursátil –o mercado de capitales a largo plazo- (las Bolsas de cada país), de un mercado monetario y de un mercado de cambios –o mercado de capitales a corto y medio plazo-, de un mercado de tasas de interés, de un mercado de materias primas y de un mercado de productos derivados.

## Tabla de contenidos

<b>A. LA BOLSA</b> .....	<b>2</b>
¿QUE ES LA BOLSA? .....	2
EL FUNCIONAMIENTO DE LA BOLSA .....	3
EL PAPEL DE LA BOLSA .....	5
RECUENTO DE LOS ACTIVOS FINANCIEROS .....	7
¿QUÉ ES UN FONDO? .....	9
¿QUÉ ES UN ÍNDICE BURSÁTIL? .....	10
ESTRATEGIAS DE FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS .....	11
1. <i>Emisión de acciones</i> .....	11
2. <i>Emisión de obligaciones</i> .....	15
INFLUENCIA DEL MERCADO EN LA ECONOMIA REAL .....	15
LAS PRINCIPALES BOLSAS DEL MUNDO .....	16
<b>B. EL MERCADO MONETARIO</b> .....	<b>18</b>
<b>C. EL MERCADO DE CAMBIOS</b> .....	<b>21</b>
<b>D. EL MERCADO DE LOS TIPOS DE INTERÉS</b> .....	<b>25</b>
LOS TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO .....	25
LOS TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO .....	27
RELACIÓN ENTRE LOS DOS TIPOS DE TASAS .....	29
<b>E. EL MERCADO DE LAS MATERIAS PRIMAS</b> .....	<b>29</b>
<b>F. LA LIBERALIZACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS</b> .....	<b>30</b>
LOS EURODÓLARES .....	30
LAS EURO-OBLIGACIONES .....	33
LOS NUEVOS TÍTULOS INTERNACIONALES .....	34
EL BIG BANG DE 1986 .....	34
LA GLOBALIZACIÓN .....	34
LA REGLA DE LAS 3D .....	35
LA INTERCONNEXIÓN INTERNACIONAL .....	35
<b>G. MERCADOS EMERGENTES Y CRISIS DEL ENDEUDAMIENTO</b> .....	<b>37</b>

## A. LA BOLSA

### ¿Qué es la bolsa?

En economía, todo funciona según el principio de la oferta y la demanda; si deseo una botella de vino, yo solicito vino (demanda). Voy entonces a visitar a un comerciante de vinos (oferta), que vende botellas de vino. Buscaré lógicamente la oferta más interesante para mí; buscaré, efectivamente, al comerciante de vinos que proponga el tipo de vino que yo desee (Burdeos, Borgoña, etc.), así como la mejor relación calidad/precio para ese tipo de vino (por ejemplo un Burdeos de 1974 con un precio de 10 euros). Cuando encuentre al comerciante de vinos ideal (la oferta ideal), pondré fin a la transacción (comprar el Burdeos deseado y convertirme en el demandante de la transacción).

En la Bolsa, es igual: la Bolsa es un gran almacén de vino, donde se encuentran una cierta cantidad y una cierta variedad de vinos de calidades diferentes. El equivalente a todos esos vinos en la Bolsa son los **activos financieros**. Existen diferentes tipos de activos financieros negociados en la Bolsa, tal y como existen diferentes tipos de vinos en el almacén; se encuentran así las **acciones** (la acción "Renault" representará así una parte del valor de la empresa Renault, es decir, una parte de su capital) y las **obligaciones** (que son reconocimientos de endeudamiento con intereses en juego, es decir que a cambio de la oferta de una obligación, el demandante debe aportar una suma de dinero que será devuelta con intereses por quien haya ofrecido la obligación).

- Para la **acción**, como para el vino, encontramos la Bolsa (el almacén de vino), **el vendedor-ofertante** (el comerciante de vino) y el **comprador-demandante** (yo mismo, que compro el Burdeos), que forman las dos contrapartidas de la transacción, así como el **emisor** de la acción (el productor de vino o viticultor, que representa el origen de la presencia de las botellas en el almacén). Por ejemplo, la empresa Renault emite en el mercado bursátil (en la Bolsa/almacén de vino) un número de acciones Renault, cuyo valor total equivale el montante del capital de la empresa.
- La **obligación** es por su parte similar a una cartilla de ahorro: la cartilla es el activo (obligación), que prueba que he prestado una cierta cantidad de dinero (el precio de la obligación) a un banco (el emisor de la obligación, a quien yo he prestado la suma de dinero a cambio de esta obligación –por ejemplo, la empresa Microsoft en el caso de necesitar dinero líquido para sus inversiones). Así, suscribiendo (es decir, comprando) una obligación, prestaré (oferta) dinero a un emisor (demanda), teniendo aquel la obligación de me reembolsar esa suma y sus intereses en una fecha fijada por el contrato de la obligación (activo financiero).

En el mercado del vino, están los pequeños comerciantes del pueblo, los comerciantes más importantes de las ciudades y los grandes estantes de vino en los supermercados (ofertas de tamaño diferente). Paralelamente, hay en este mercado demandas de valor diferente: cada consumidor de vino tiene un poder de compra personal –el salario que genera su empleo, etc.- y presenta por lo tanto un peso financiero –una capitalización- diferente, que le permitirá la compra de botellas más o menos caras.

En la Bolsa, es similar: se pueden encontrar diferentes agentes económicos con un peso financiero específico, como el pequeño bolsista de pocos recursos (por ejemplo, el señor Dupont, que ha comprado acciones Renault por un valor de 250.000 ptas y que espera ver subir estas acciones –aumentar su valor-, y así venderlas más caras de lo que él las compró para obtener un beneficio), el Fondo Colectivo (un gerente de cartera que gestiona por cuenta de un gran banco los activos de varias personas, que le han confiado sus ahorros, y que posee así un capital más importante), el Fondo de Pensión (asalariados que ingresan cada mes en un Fondo un

porcentaje de su salario y que serán reembolsados con bonus durante sus pensiones por este Fondo, gestionado por un gran banco que busca simultáneamente obtener beneficios por su propia cuenta).

A continuación, si la demanda de vino aumenta y si el viticultor (productor de vino) quiere seguir esta demanda, él deberá aumentar su capital y producir muchas más botellas para ofrecerlas a los almacenes de vino (las Bolsas de cada país). Por consiguiente, cuantas más botellas emita el viticultor en el mercado del vino, tanto más deberá aumentar el capital disponible para invertir (material agrícola, salarios para la mano de obra suplementaria necesaria para aumentar la producción...).

Para las acciones, es similar: a medida que el emisor de acciones quiera aumentar su capital, él deberá emitir más acciones en la Bolsa. En efecto, ya que una acción Renault equivale a una parte del valor de la empresa Renault (capitalización), cuantas más acciones emita en la Bolsa la empresa Renault, más aumentará su capital.

Paralelamente, cuánto más aumenten los consumidores de vino (demanda), más botellas venderán y mayores serán las plusvalías de los comerciantes (e inversamente). En la Bolsa, es igual: cuántos más compradores de acciones Renault (de Burdeos) en la Bolsa (almacenes de vino), más subirán las acciones Renault (e inversamente).

Finalmente, cuantas más botellas de Burdeos “Mouton Cadet” producidas en 1074 haya, serán menos difíciles de encontrar en el mercado y su precio disminuirá (tras la competencia de precios realizadas por el gran número de comerciantes que poseen este Burdeos) –**la competencia de la oferta hace bajar el precio**. Al contrario, el productor de vino, si sabe que existe una gran demanda de este vino, producirá sólo un cierto número de Burdeos “Mouton Cadet 1974”, que él estará convencido que venderá (ya que hay una gran demanda de este vino) a un precio superior (ya que la oferta es menos importante que la demanda, que entra en competencia para adquirir el vino) –**la competencia de la demanda hace subir los precios**.

En la Bolsa, es igual; si Renault, frente a la fuerte demanda de sus acciones en el mercado bursátil, continúa a emitir al mismo ritmo, la cotización de la acción apenas aumentará. Por el contrario, si la demanda de acciones Renault es todavía superior (si los agentes económicos suscriben cada vez más acciones Renault), y Renault no emite muchas más acciones, la cotización de la acción Renault subirá fuertemente (y su capitalización por el mismo motivo).

### **EL funcionamiento de la Bolsa**

Como recordatorio, en la **Bolsa** se prestan o se toman prestados valores a largo plazo, mientras que el **mercado monetario** y el **mercado de cambios** (ver más adelante) engloban valores prestables a corto y medio plazo.

La Bolsa está compuesta de un **mercado al contado** (las transacciones se arreglan directamente, es decir, que los títulos financieros –acciones, obligaciones...- son pagados y obtenidos inmediatamente por la persona que los suscribe en ese mercado) y de un **mercado a término** (las acciones se soldan a término, es decir que los títulos financieros son negociados a un precio que es fijado el día de la transacción –por lo tanto al contado-, pero son pagados y librados en una fecha posterior –yo decido así con mi comerciante de vino reservar una botella de “Mouton Cadet 1974” para la semana próxima al precio de hoy, esto incluso si el precio de la botella ha aumentado de aquí a la próxima semana: es en este mercado a término donde se negocian los productos derivados –futuros, forwards, options...-).

En el **mercado a término** encontramos el vendedor a término o “bajista” (el bajista vende hoy un título que espera volver a comprar a término a un precio inferior y así obtener una plusvalía –es

decir, un beneficio) y el comprador a término o “alcista” (que compra hoy un título que espera revender a término a un precio –o una cotización- superior y así ganar una plusvalía –como el comprador de una botella de buen Burdeos que espera revenderla más tarde a un precio superior, después de haberla conservado en su cava). Además, este mercado a término permite adquirir (suscribir) un título financiero sin tener el capital para comprarlo (basta entonces con un **depósito de garantía** o una **prima** para poder especular con este título –especie de avance pagado al vendedor de vino, prueba de mi solvencia que le asegura que vendré a comprarle mi “Mouton Cadet” la semana próxima; así, incluso si el precio de la botella ha aumentado al cabo de una semana, compraré el “Mouton Cadet” al precio fijado la semana anterior en el contrato con el comerciante de vino, y tendré por lo tanto una botella que tiene un valor superior al precio que yo he pagado en realidad).

A continuación, un mercado (sea a largo o a corto plazo) se divide en dos compartimentos: el **mercado primario** (que es el conjunto de títulos emitidos recientemente –es el mercado que concierne al viticultor colocando sus botellas en el mercado del vino) y el **mercado secundario** (el mercado secundario es aquel del cuál se habla diariamente en los periódicos, es el conjunto de títulos emitidos anteriormente, cuya posición no ha sido todavía resuelta, es decir que los títulos están todavía confrontados a la oferta y a la demanda –las botellas están en los almacenes de vino y los consumidores negocian su compra-, es el mercado de segunda mano donde los títulos que han perdido valor pueden revenderse –como el coche en un taller-, lo cual permite a ciertos operadores limitar sus pérdidas revendiendo un título que haya bajado fuertemente –yo revendo mi coche a un precio decente para tener un cierto capital que me permita comprar uno nuevo).

La riqueza de una empresa que ha pasado a la **economía del mercado financiero** (es decir, una empresa que ya no se financia gracias a préstamos de los bancos sino por la emisión de acciones en la Bolsa) se calcula multiplicando el número de las acciones emitidas por la cotización de la acción (por ejemplo, Renault posee 1.000 acciones Renault en circulación, que cuestan cada una 10, siendo entonces la capitalización de Renault 10.000). Paralelamente, la capitalización (la riqueza) de una Bolsa se calcula sumando las capitalizaciones de cada activo financiero que ella abarca (por lo tanto, la capitalización de la Bolsa de París equivale al total de valores cotizados en su interior, al precio al cual estos valores son cotizados).

La formación de las cotizaciones de la Bolsa difiere según se hable de una obligación o de una acción:

- En el caso de l'obligación, son los **tipos de interés** quienes determinan la formación de su cotización; en efecto, en el caso de que la obligación emitida sea revendida en el mercado secundario (el mercado de segunda mano), si los tipos de interés están altos, la obligación se deprecia (ya que el rendimiento de la obligación depende de los intereses devueltos), mientras que si los tipos bajan, la obligación se vuelve interesante para la empresa o para el Estado ávido de liquidez a bajo coste (ya que tendrá menos intereses a ingresar en el caso de la obligación). Por lo tanto, como es más interesante para mi banco pagarme pocos intereses por el dinero que he colocado en la cartilla, es más interesante para el emisor de una obligación (una empresa o un Estado) que los tipos de interés estén bajos en el momento de la emisión.
- Para las acciones, es mucho más la confianza de los inversores (los especuladores, bolsistas de poco alcance, accionistas...) prestan a una empresa y a los beneficios que ésta parece capaz de crear lo que influencia su cotización. El coste de una acción dependerá de la relación entre las órdenes de compra y venta que la conciernen (cuánto más se compra, mayor será su demanda, como en el caso de las botellas de “Mouton Cadet 1974” y el viticultor).

Pero el conjunto del mercado puede aumentar (p.e. la dimisión de Lafontaine en Alemania) o bajar (p.e. el escándalo Lewinski en EEUU) por razones psicológicas y por tanto subjetivas. Es

similar por el efecto de mimetismo (p.e. Soros, un operador influyente en los mercados financieros, actúa de una cierta manera, lo que significa que algo va a pasar en ese sentido y todo el mundo le sigue, por lo que el mercado –es decir, el conjunto de los agentes económicos, o sea los verduleros y los compradores de verduras- evoluciona como Soros lo quería, por razones psicológicas y por lo tanto no fundadas en la economía real; hablamos en este caso del efecto rebaño).

Finalmente, los tipos de interés juegan también un papel en la cotización de las acciones; en efecto, si los tipos de interés suben (el dinero se vuelve más caro), las obligaciones son más atractivas que las acciones, y estas últimas se compran menos y pierden valor; así, si puedo elegir entre comprar mi botella de “Mouton Cadet” hoy y colocar mi dinero en la cartilla, y veré si es más interesante comprar una botella a un precio barato o guardar mi dinero y recibir intereses más o menos elevados.

Esto además de que el provecho de las empresas pasan a ser menor al mismo tiempo que el poder de compra de los consumidores, ya que un préstamo para una inversión exigirá más intereses a desembolsar por quien pide el préstamo.

### **El papel de la Bolsa**

La emisión en la Bolsa de acciones y de obligaciones permite a las empresas financiarse. Paralelamente al sistema bancario, la Bolsa constituye un de los circuitos de financiamiento de la economía.

En efecto, antes de la existencia de la Bolsa, una empresa debía pedir prestado en los bancos para sus inversiones; ella pedía prestado 1 millón para 10 años y debía reembolsar esta suma con intereses. La empresa acarrea por lo tanto este préstamo (sus deudas) en el largo plazo y pasaba a depender de este banco. Además, ella debía dar una prueba de confianza para recibir el préstamo (el banco debía asegurarse de ser reembolsada por su crédito).

Paralelamente, un Estado debía pedir prestado en los bancos para pagar sus inversiones (las inversiones públicas), después les deudas que estas inversiones suponen (la deuda pública), los intereses de esta deuda, los intereses de los intereses, etc. Por tanto existía una dependencia de los Estados respecto a los bancos (por las mismas razones que las empresas).

Así, mientras que las empresas buscan capitales para desarrollar proyectos de inversión y que el Estado debe financiar el déficit presupuestario mediante el recurso del préstamo, otros agentes como los hogares o los organismos que gestionan un ahorro colectivo (bancos, aseguradoras, Fondos comunes, Fondos de pensión...) están a la búsqueda de inversiones remuneradoras.

La Bolsa permite a estos dos tipos de interventores encontrarse: aquéllos que tienen necesidades de financiación (es decir, aquéllos cuya inversión es superior al ahorro –saldo negativo-, como las empresas o los Estados) encuentran capitales directamente a partir de aquéllos que tienen capacidad de financiación (es decir, aquéllos cuya inversión es inferior al ahorro –saldo positivo-, como los Fondos de pensión, los bolsistas de poco alcance, etc.).

La presencia de la Bolsa permite así **el paso de una economía de endeudamiento** (la financiación es indirecta, ya que los agentes no se encuentran directamente en el mercado sino que pasan por un intermediario –el banco-, que colecta los fondos de los prestamistas y les otorga sobre esta base créditos) **a una economía de mercado financiero** (las empresas aseguran su financiación por llamada directa al mercado –emisión de acciones o de obligaciones- y el endeudamiento a partir de los bancos sólo juega un papel marginal).

La introducción en Bolsa de una empresa es la ocasión de mejorar su notoriedad (la entrada en Bolsa esta a menudo acompañada de toda la pompa mediática habitual), de realizar plusvalías latentes (ensanchando el círculo de accionistas y así apelar al mercado para financiar el desarrollo de la empresa, como un productor de vino emite botellas en el mercado del vino para pagar a sus obreros, comprar material agrícola, etc.) y de mejorar así su estructura financiera (prueba de independencia a largo plazo, ya que la sociedad cotizada en Bolsa tiene la posibilidad de efectuar aumentos importantes de capital, proponiendo siempre de forma preferencial a sus accionistas la suscripción a estos aumentos, con cargo a estos últimos de vender su derecho de suscripción si no desean seguir el aumento de capital). Así, la sociedad cotizada en Bolsa actúa como un viticultor que posee varios comerciantes de vino principales; si el viticultor debe comprarse material nuevo para sus vides, venderá más botellas proponiéndolas de manera preferencial a sus comerciantes fetiche (los más importantes), susceptibles de poder comprárselas (porque poseen una clientela fiel y están seguros de poder venderlas, por ejemplo).

La consecuencia de esta economía de mercado financiero es que la obtención de fondos limpios permite reducir la **vulnerabilidad de la empresa frente a los bancos**, por la disminución de la carga en intereses (por lo que hoy en día los créditos proporcionados por los bancos no representan más que el 20% de las fuentes de financiación de las empresas industriales, siendo el 80% provenientes de los mercados de capitales).

Otra consecuencia es el hecho de que las empresas cotizadas tienen la obligación de publicar periódicamente sus resultados y son por tanto sometidas al examen crítico de los analistas financieros; de ahí viene el problema del poder creciente de los poderosos **Fondos de pensión** anglosajones, **que imponen un ratio de beneficios del 12 al 15% a las empresas** de las cuáles ellos son accionistas principales, lo que les obliga a despidos masivos para liberar capitales rápidamente (y responder así a este ratio, ya que si no, los accionistas van a ver en otras partes si las remuneraciones son más abundantes y y las acciones de la empresa –y por tanto su capitalización cae-). Una “mala” gestión provoca así la caída de las cotizaciones, ya que los inversores-accionistas se esfuerzan en evaluar el estado de salud y las perspectivas de crecimiento de las empresas (es decir, los beneficios y los dividendos potenciales de la empresa), para orientar sus órdenes de compra y venta. Así y lógicamente, una empresa no vendiera sus acciones más que si ella es capaz de liberar beneficios importantes, sinónimo de dividendos para accionistas todavía más ávidos.

Así, si bien la **economía de mercado financiero** permite una independencia financiera a las empresas, ella **implica simultáneamente una dependencia de un control exterior** (sobre todo si existe uno o varios accionistas de tamaño importante como los Fondos de pensión, ya que si un accionista posee una mayoría de las acciones emitidas por una empresa, él es el propietario mayoritario de esta empresa), de ahí el hecho de que numerosos patrones de grandes firmas han sido súbitamente reemplazados después de la obtención de “malos” resultados (Kodak, IBM, General Motors, etc.); es lo que se llama el **Corporate Governance** (el gobierno de empresa), verdadera revolución en el mundo del capitalismo (principios de gestión trastocados), cuya eficacia depende del grado de concentración del accionariado (cuánto meons dispersado esté, más fácil y eficaz es el control, como en el caso de los Fondos de pensión, financiados por los salarios de los trabajadores, pero que imponen una gestión –beneficios del 12 al 15 %- que implican despidos masivos).

Es como si un viticultor no tuviese más que tres grandes comerciantes fetiche para endosar su stock de botellas; es evidente que en este caso, los tres comerciantes podrán decidir las modalidades de botellas producidas, si no ellos no las comprarán y el viticultor no podrá comprarse el nuevo material que necesita para sus viñedos.

No hay que creer, sin embargo, que este fenómeno de Corporate Governance se debe únicamente a los Fondos de pensión; el Corporate Governance depende de la concentración del accionariado, y por tanto de la facultad de los accionistas de comprar suficientes acciones, que

permitan tener un porcentaje de propiedad sobre esta empresa que baste para su toma de control. En consecuencia, si un accionista posee la mayoría de las acciones de la empresa X, podrá hacer un Corporate Governance, sea un Fondo de pensión o no.

Ejemplo concreto: Philippe Bodson, DG (Director General) de Tractebel en Bélgica, es despedido por el accionista principal (Suez-Lyonnaise des Eaux) y es reemplazado por otro, sin que nadie pudiera objetar nada (esto incluso si la empresa obtenía beneficios).

Por tanto, si el accionista principal, FDP (Fondo de pensión) u otro decide lo que sea, el DG lo acata y el Estado también, nadie puede decir nada.

Es igualmente importante comprender que un gestor de Fondos no tiene el sentimiento de perjudicar a la empresa o a la sociedad en general. Al contrario, él se aplica a seguir el cambio para que su inversión (la empresa) continúe teniendo beneficios (y le asegura así los dividendos necesarios para su Fondo): él la limpia para permitirle una competitividad suficiente de cara a la competencia mundial y así devolverla a la vida, a tener oxígeno suficiente (es decir, beneficios superiores al 12%). Los dividendos, son primero para pagar las pensiones de los asalariados-cotizantes. Después sirven para tener beneficios personales. Las consecuencias sociales no son asunto de un gestor de Fondos. Es por lo tanto inútil demonizar a quién hace su trabajo. Hay, no obstante, que poner en tela de juicio las legislaciones y el dejar hacer político que han permitido tales desbordamientos socialmente autodestructores.

Ya que se llega en efecto a una situación donde son los Fondos de pensión, que existen gracias a las cotizaciones de los asalariados, quienes imponen a las empresas que no llegan a un beneficio del 12% el despido masivo de una parte de sus empleados (especie de mecanismo por el cual el asalariado financia su eventual despido en el futuro). Además, no es un secreto para nadie el que los Fondos de pensión privados existen para paliar la incertidumbre del sistema de pensión por reparto (y se han convertido por tanto en legítimos tras el abandono de los Estados en este ámbito), sistema desestabilizado por el número siempre decreciente de cotizantes, es decir, de asalariados (por otro lado, todos los informes muestran la dificultad de supervivencia a largo plazo del sistema por reparto se basan en tasas de desempleo de alrededor del 11%, o sea, la tasa actual –lo que nos lleva a pensar que el mundo político no se cree sus propias recetas para el empleo). Sin embargo, estos Fondos de pensión, ordenando despidos masivos, hacen aumentar el desempleo y desestabilizan todavía más el sistema de reparto, sin que nadie proponga nada eficaz en el seno del mundo político.

### **Recuento de los activos financieros**

Empecemos por **los productos colectivos** que difieren sensiblemente de país a país, pero que funcionan bajo un principio semejante (tomaremos aquí el ejemplo francés): las **SICAV** y los **Fondos Comunes de Inversión** (para información, son los Mutual Funds los que juegan este papel en los EEUU). Estos productos colectivos provienen de ahorradores que confían sus ahorros a organismos gestionados por un banco, una sociedad de Bolsa o una sociedad aseguradora. Estos organismos colocan estos ahorros en una *cartera diversificada de valores mobiliarios* (acciones y obligaciones, negociables en el mercado bursátil o mercado de los capitales a largo plazo) o de *títulos del mercado monetario* (o mercado de capitales a corto o medio plazo, ver más adelante). Los ahorradores ven así sus ahorros gestionados por especialistas de la inversión del dinero, corriendo un riesgo limitado por el hecho de la diversificación de las inversiones. Así, un organismo de gestión de ahorro colectivo, gracias al hecho de poseer un capital importante (ya que el colecta los ahorros de diferentes agentes económicos), podrá colocar una parte de este ahorro a la derecha, otra en el centro y una tercera a la izquierda: en este tipo de figura, el organismo podrá permitirse perder en la derecha y ganar poco en el centro: en cuanto él gane más en la izquierda que lo que ha perdido en la derecha, él saldrá beneficiado globalmente. Es en este sentido que los fondos de gestión de ahorro colectivo

pueden permitirse ciertos riesgos calculados sobre los mercados financieros, especulando en diferentes sitios siguiendo una estrategia global de inversiones sobre los diferentes mercados. Estos Fondos efectúan por lo tanto inversiones internacionales, para poder aprovecharse de las ventajas potenciales del conjunto de los mercados mundiales.

Existen dos tipos de Fondos comunes de inversión: el *abierto* (open end), que emite certificados representativos siguiendo la demanda, y el *cerrado* (close end), que fija un capital nominal desde el principio, que ya no variará.

Por otro lado, hay que hacer una segunda distinción en la forma que tienen los Fondos de remunerar al portador, sea por cupón periódico (el Fondo ingresa cada año los intereses de la inversión a sus clientes, incluso si esta inversión se efectúa sobre tres años o más), sea por capitalización (si el portador ha suscrito un Bono por 5 años, por ejemplo, los intereses anuales son añadidos al capital y no son ingresados más que al cumplirse el vencimiento a los 5 años).

Recordemos para terminar que los productos colectivos están localizados tanto en la Bolsa (mercados de capitales a largo plazo) como en los otros mercados (el mercado monetario a corto plazo, por ejemplo, que veremos más adelante).

A continuación, en la Bolsa (mercado de capitales a largo plazo) se negocian valores muebles: las **acciones** y las **obligaciones**.

1. Una **acción** es un título de propiedad que corresponde a una **fracción del capital de una empresa**. La acción es entonces un valor variable, ya que ella depende de los beneficios obtenidos por la empresa. Las acciones son emitidas por la empresa, en diferentes momentos posibles como en el momento de su entrada en Bolsa, de una ampliación de capital o incluso en el caso de la conversión de bonos de suscripción, por ejemplo (ver más adelante). Una acción "Renault" corresponde entonces a una parte del capital de la empresa Renault y ha sido emitida por ella; esta acción ganará o perderá valor en la Bolsa, según los interventores del mercado bursátil la compren o la vendan.

Existen varios *tipos de acciones* que determinan el papel del accionista en la vida de la empresa emisora:

La *acción clásica* (derechos idénticos de voto y de beneficios para los accionistas), la *acción con derecho de voto privilegiado* (derecho de voto doble para un accionista que posea las acciones desde hace varios años; por ejemplo: 2 años de posesión de las mismas acciones de una misma empresa permiten un voto doble en el seno de esta empresa), la *acción con bono de suscripción* (el poseedor puede suscribir -comprar- una acción posteriormente a un precio convenido previamente utilizando el bono) o la *acción con dividendo prioritario* (sin derecho de voto sino dividendos otorgados en prioridad a ciertos accionistas importantes de la empresa).

El accionista tiene el derecho de votar (su derecho de voto es proporcional al número de títulos que posee) para decisiones que afectan a los dividendos, las cuentas o incluso el despido o el nombramiento del DG. Tiene igualmente el derecho de intervenir en las asambleas generales. Él tiene, finalmente, el deber de asumir las eventuales pérdidas de la sociedad o de responder a las necesidades de fondos (aportar el capital que corresponde a sus acciones cuando la sociedad lo pide).

2. Una **obligación** es un título de crédito que corresponde a una fracción de un préstamo a largo plazo emitido por una empresa o por un Estado. La obligación es un valor reembolsable a término y aporta un interés fijo o variable a quien la compra (la inflación puede así disminuir el valor de la obligación, de ahí el interés de una inflación débil y estable para los poseedores de obligaciones, o al menos de tener tasas de interés superiores a la tasa de inflación para



asegurar un beneficio –la inflación es la disminución del valor de la moneda y por lo tanto del poder de compra de las personas que poseen esta moneda). Por lo tanto, en lugar de pedir prestado capitales en el banco y pagar los intereses a este banco, un Estado (o una empresa) emitirá una obligación, es decir, una llamada a un interventor del mercado bursátil para que éste, por la adquisición de la obligación, le otorgue un cierto capital para un cierto tiempo, a cambio de lo cual el Estado o la empresa se compromete a reembolsarle esta suma y a pagar a término interés (fijos o variables). La obligación es a menudo considerada como un título meons arriesgado que la acción, ya que el poseedor está casi seguro de reencontrar su capital al vencimiento (con intereses de prima), a menos que el emisor esté en quiebra (la solidez de estos emisores, es decir, la capacidad que ellos tienen para reembolsar con intereses sus obligaciones, es valorada de AAA a D por agencias especializadas).

Existen igualmente varios tipos de obligaciones: la *obligación clásica* (tasa de interés fija y el capital es obligatoriamente devuelto a término), la *obligación a tasa variable* (tasa modificada periódicamente siguiendo un indicador de tipo de interés, como la tasa mensual del mercado monetario o la tasa del mercado obligatorio –ver más adelante), la *obligación con bono de suscripción o warrant* (bono que permite a término la adquisición de un título ya emitido con un precio fijado de antemano –señalemos como información suplementaria que un warrant puede también ser emitido individualmente) o también la *obligación convertible* (que propone un tipo de interés inferior pero que puede como compensación ser canjeadas por acciones u obligaciones del mismo emisor).

Finalmente, existen también préstamos de estado (con tasas fijas o variables), destinadas la mayor parte de las veces por el Estado para recoger ahorros masivos (p.e. en 1993, el préstamo Balladur –este tipo de préstamo lleva a menudo el nombre del ministro que lo ha emitido). El Estado emite así una obligación y puede así recoger a cambio dinero líquido (suma que deberá devolver con intereses). Existe también los préstamos de estado indexados, es decir, ligados a la inflación, con la cotización del oro o de la moneda (como el préstamo Barre en Francia, ligado a la cotización del ECU).

### **¿Qué es un Fondo?**

Un Fondo es una sociedad que comprende varias decenas de operadores unidos en un despacho y que especulan en el conjunto de mercados financieros a partir de las informaciones que reciben. Estas informaciones se llaman “fundamentales”; estos fundamentales se componen de informaciones económicas (tasa de inflación, déficit presupuestario, balanza comercial, deuda pública, etc. de un país), políticas (política económica, pero también composición de un gobierno –La Fontaine dimite de su puesto de ministro de finanzas alemán y la Bolsa alemana sube-. La transparencia de las instituciones, la estabilidad del gobierno –Clinton se juega la destitución y la Bolsa americana cae, etc.) y psicológicas (varios operadores importantes especulan en un sentido y los otros operadores ven ahí un signo de subida de variación de las cotizaciones en ese sentido: es lo que se conoce como efecto borreguil).

Existen tres grandes tipos de Fondos que gestionan carteras de activos financieros (es decir, un conjunto de acciones, de obligaciones y de títulos monetarios en diferentes mercados):

1. Los Fondos de pensión: estos fondos colectan una parte del salario mensual de los trabajadores y especulan en los mercados financieros para hacer fructificar este capital colectado. El objetivo de estos Fondos es doble: primero, asegurar a los asalariados que cotizan una pensión al final de su carrera, estando el montante de la pensión otorgada determinada por contrato entre el Fondo y el asalariado; en segundo lugar, servir a obtener beneficios suplementarios por su propia cuenta.
2. Los Fondos comunes de Inversión (o Fondos de Gestión Colectiva): son las SICAV y otros Mutual Funds; estos Fondos provienen de ahorradores que confían sus ahorros a estos

organismos, gestionados por un banco, una sociedad de Bolsa o una sociedad aseguradora. Estos organismos colocan estos ahorros en una cartera diversificada de bienes muebles (acciones y obligaciones) o de títulos de valor monetario (Bonos del Tesoro, etc.). Los ahorradores ven así sus ahorros gestionados por especialistas de la inversión, que corren un riesgo limitado por el hecho de la diversificación de las inversiones. Estos Fondos, gestionados por lo que se conoce como los inversores institucionales, especulan para asegurar un ahorro determinado a sus clientes y para extraer beneficios suplementarios por su propia cuenta.

3. Los Hedge Funds (Fondos especulativos o de resultados): estos Fondos son organismos privados que gestionan sumas prestadas, diversificando los riesgos. Su único objetivo es la ganancia financiera. El Quantum Funds de Soros es el más conocido de ellos. La estructura de remuneración de estos Fondos crea problemas, ya que los gestores invierten también una parte de su dinero en sus inversiones. Sin embargo, ellos se benefician siempre con gusto de una parte de las ganancias, pero asumen las pérdidas a regañadientes. De eso resulta una acumulación de pérdidas que les empuja a acrecentar los riesgos de sus posiciones especulativas para compensar sus pérdidas antes que aceptarlas. El resultados son los “doble o nada” sucesivos, que, en el caso de perder, pueden llevar a pérdidas importantes (ellos se encuentran en una incapacidad financiera de otorgar la solicitud de beneficios que la cámara de compensación les reclama –p.e. el mercado de productos derivados). Sin embargo, los Hedge Funds están financiados por dinero prestado. Por lo tanto, en caso de bancarota, existe el riesgo de quiebras en cadena (p.e. los desengaños del LTCM).

La influencia de estos Fondos sobre los mercados financieros es un tema fuertemente discutido. Pero la respuesta es en realidad matizada: es falso decir que un Fondo puede únicamente por sí mismo conducir a un crack bursátil; en efecto, el Quantum Funds, que representa el 15% de la industria de los Hedge Funds, es muy activo en el mercado de cambios (mercado de divisas), comprometiendo una media diaria de 500 millones de dólares, lo que puede parecer enorme, pero que no supera 0,25% del volumen de transacciones diarias total en el mercado de cambios.

No obstante, el efecto borreguil (p.e. los fundamentales psicológicos, que provienen principalmente del hecho de que se miden los resultados de un inversor institucional en relación a sus iguales y no de forma absoluta), en los riesgos tomados por los Fondos (y por tanto los movimientos de capitales –las órdenes de compra y venta de activos en los mercados mundiales) pueden entrañar movimientos de capital susceptibles de conducir a un crack.

### **¿Qué es un índice bursátil?**

El índice bursátil de una Bolsa es el indicador que representa la evolución de la cotización de una selección de acciones representativa de esta Bolsa. Para verlo más claro, cada Bolsa poseerá su indicador (su índice bursátil), que incluye las acciones de un cierto número de empresas mayores cotizadas en el seno de esta Bolsa: en Bélgica, es el BEL 20 (que incluye las acciones de 20 empresas mayores), en Francia, es el CAC 40 (que incluye las acciones de 40 empresas representativas), en EEUU, es el Dow Jones, en Japón el índice Nikkei 225, en Gran Bretaña el Financial Times Index, en Indonesia el Straits Times Index, en Alemania el índice Dax, etc.

Podemos añadir, como información, que existen al margen de estos índices tradicionales, otros índices más amplios, es decir, que incluyen un número más importante de acciones representativas; encontramos así en Francia el índice SBF 120 (120 títulos, entre los cuales los 40 del CAC 40) y el índice SBF 250 (que incluye los 125 del SBF 125).

Estos índices son entonces **el barómetro de la Bolsa en la cual ellos son negociados**, ellos señalan la tendencia del mercado de las acciones de esta Bolsa.

Por consiguiente, cuando un Fondo extranjero decida invertir en una Bolsa dada (la Bolsa de París, por ejemplo), suscribirá un contrato por el cual poseerá el conjunto del índice CAC 40; gracias a este contrato, él no deberá estudiar uno a uno los 40 valores contenidos en el CAC 40, sino que podrá negociar globalmente, preocupándose tan sólo del valor del índice.

Sin embargo, la valorización bursátil de una empresa es para ella un factor primordial. En efecto, el DG buscará suscitar la anticipación al mercado bursátil para asegurar una valorización bursátil constantemente en alza, para evitar una OPA o una OPE (ver más adelante) hostiles de un predador, para tranquilizar a los accionistas o incluso para suscitar la suscripción de nuevas acciones por estos accionistas, en el caso de una necesaria ampliación de capital. La valorización (o capitalización) bursátil de una empresa toma entonces la forma de un índice de confianza del mercado respecto a la empresa, lo que es primordial para ella, ya que es en este mercado donde ella se financia (donde establece su capital; es la economía del mercado financiero).

No obstante, la valorización de una empresa se hace raramente a contracorriente de la del índice de la Bolsa en la que está cotizada.

Por otra parte, un inversor extranjero sondeará el estado de salud de las diferentes Bolsas, analizando la persistencia de los diferentes índices, antes de decidir cuál será su inversión; la destinación de los capitales, necesarios para la inversión y el desarrollo económico de un país, serán por lo tanto determinados en parte por la persistencia del índice bursátil de ese país. Son, entonces, la salud micro-económica (la cotización bursátil de cada empresa) y la salud macro-económica (el desarrollo económico de un país) de un país los que están en relación con la salud del índice bursátil de ese país.

## **Estrategias de financiación de las empresas**

### 1. Emisión de acciones

Para comprender las estrategias de las empresas en relación a su financiación en la Bolsa por la emisión de acciones, hay que asimilar varias nociones que se entremezclan para formar estas estrategias:

- **Capital:** el capital de una empresa en la Bolsa se calcula por el número de nuevas acciones emitidas por la empresa en el mercado primario, multiplicado por el número de suscripciones al precio determinado por la empresa en el momento de la emisión de estas nuevas acciones. Es entonces su capital de partida el que le permitirá negociar sus asuntos comerciales.
- **Capitalización o valorización bursátil:** la capitalización bursátil aumentará en el caso de un alza en la cotización y disminuirá inversamente con una caída de esta misma cotización después de que las nuevas acciones hayan sido emitidas. La cotización varía, por su parte, según que la demanda de la acción en el mercado secundario esté en alza o en baja. La valorización bursátil de una empresa equivale al conjunto de los haberes de esta empresa. Cuánto más elevada sea esta cotización, menor será la amenaza para la empresa de una OPA hostil.
- **Beneficios:** los beneficios de una empresa se calculan por la sustracción entre las entradas y las salidas. La Bolsa anticipará que la empresa tendrá beneficios constantes, es decir que los interventores de la Bolsa estarán atraídos por el potencial de crecimiento de esta empresa y comprarán acciones de la empresa esperando una plusvalía, por el alza en la valorización bursátil implicada por la anticipación del mercado respecto a los beneficios de esta empresa.
- **Dividendos:** el dividendo es la parte del beneficio de un ejercicio distribuido a los accionistas; los dividendos son otorgados por la empresa por el derecho que posee el accionista de recibir una parte de los beneficios obtenidos por la empresa.

- **CN:** la Cifra de Negocios de una empresa equivale al conjunto de sus ventas, de sus asuntos comerciales; éste aumentará a menudo con la capitalización bursátil, siguiendo la estrategia comercial adoptada por la dirección de la empresa.
- **Plusvalía bursátil:** se produce cuando la empresa X ve subir a la cotización de su acción bursátil (de 100 a 110, por ejemplo). Esta plusvalía permite un beneficio a la persona o al Fondo que haya suscrito esta acción X a un precio inferior al que la revende.
- **Mercado primario:** es el mercado de las acciones emitidas recientemente, que la empresa acaba de imprimir y emite con un precio fijo. Es el mercado que determina el capital de una empresa que se financia en los mercados financieros.
- **Mercado secundario:** es el mercado de la oferta y la demanda de acciones una vez que ellas han sido emitidas y suscritas, es el mercado de las acciones de “segunda mano” que los comentaristas evocan diariamente en los medios de comunicación. Es este mercado quien determina la valorización bursátil de una empresa, según la cotización aumente o no.
- **OPA (Oferta Pública de Acciones) :** una OPA es una oferta lanzada por un inversor que desea tomar el control de la empresa; para esto, lanzará una oferta de compra de las acciones de la empresa que tiene como objetivo, con un precio fijo para todos los poseedores de acciones de esta empresa. Encontramos las OPA “hostiles”, donde el inversor se convierte en propietario de la empresa para acrecentar la rentabilidad, antes de venderla en porciones a un precio superior; existen también las OPA “amistosas”, que tienen como objetivo ya sea la fusión de dos empresas del mismo sector, esperando una ganancia de partes de mercado en ese sector, ya sea la adquisición de una empresa complementaria por otra más importante (p.e. un proveedor lanza una OPA “amistosa” a los accionistas de un distribuidor). Cuanto mayor sea la capitalización bursátil de una empresa, más difícil será comprarla con una OPA, ya que el precio de cada acción será más alto en la misma medida.
- **OPC (Oferta Pública de Cambio) :** a diferencia de la OPA, la OPC implica que el inversor que la lanza ya no propone comprar las acciones a los accionistas de la empresa diana; en efecto, con la OPC, el inversor que la lanza propone a los accionistas cambiar las acciones de la empresa que tiene como objetivo por acciones de su propia empresa.

Claramente, una empresa se financiará en el mercado bursátil emitiendo acciones totalmente nuevas. Con una gran campaña publicitaria, intentará atraer a inversores deseosos de convertirse en sus accionistas; es el dinero que estos inversores-accionistas depositarán a cambio del número de acciones que habrán comprado (por ejemplo, 100 accionistas compran cada uno 1000 acciones a 10 euros) el que formará el **capital** de la empresa (aquí, el capital de la empresa tendrá un valor de 100 suscripciones\*1.000 acciones\*10 euros=1.000.000 euros).

Los accionistas de la empresa serán, sea especuladores, deseosos de obtener una **plusvalía** a corto plazo en el mercado secundario (ellos esperarán a que la acción que han comprado a 10 euros suba a 15 euros para conseguir una plusvalía de 5 euros por acción suscrita, por ejemplo), sea accionistas a más largo plazo, deseosos de recibir **dividendos** regularmente: *estos dividendos son una parte de los **beneficios** de la empresa*, que ella devuelve a sus accionistas-propietarios. Por lo tanto, cuanto más elevados sean los beneficios, más importantes serán los dividendos. De ahí el interés de los accionistas en imponer un ratio de beneficios importante y regular, que asegure dividendos importantes y regulares (de ahí surge el problema del **Corporate Governance** y de los Fondos de pensión que imponen un ratio de beneficios del 12 al 15% en las empresas en las cuales son accionistas).

La estrategia del DG tendrá entonces en cuenta múltiples factores para la gestión de su empresa y deberá considerar las obligaciones impuestas por su accionariado en el tema; así, los analistas financieros de los accionistas (de los Fondos, etc.) analizarán regularmente la salud de la empresa, es decir, sus capacidades para obtener beneficios y por lo tanto de abonar dividendos. Para hacer esto, los analistas analizarán la CN (Cifra de Negocios) de la empresa en relación al **capital** comprometido al inicio, a las horas de trabajo necesarias, a la mano de obra contratada, etc. Paralelamente, el DG buscará suscitar la anticipación del mercado bursátil para asegurar una valorización en la Bolsa constantemente en alza, para evitar una OPA o una OPC hostiles de un

predator, para tranquilizar a los accionistas o incluso para suscitar la suscripción de nuevas acciones por estos accionistas en el caso de una necesaria ampliación de **capital**. La **valorización** (o capitalización) **bursátil** de una empresa toma entonces la forma de un índice de confianza del mercado de cara a la empresa, lo que es para ella primordial, ya que es en este mercado donde ella se financia (donde ella establece su **capital**; es la **economía del mercado financiero**).

Esta **valorización bursátil** está determinada por la oferta y la demanda de la acción de la empresa en el **mercado secundario** de la Bolsa (la empresa emite una nueva acción en el **mercado primario**, y después esta acción es negociada en el **mercado secundario**, el mercado de segunda mano del cuál todo el mundo habla en los medios de comunicación y en cuyo seno actúan con rigor los especuladores).

Como ya se ha visto, esta **oferta** y esta **demand**a de la acción, que determinan su cotización (la **capitalización bursátil**), dependen de las perspectivas de dicha empresa: cuota de mercado, cifra de negocios, dividendos, estrategia, despidos, deslocalizaciones, etc. Es la Bolsa quien interpretará todos estos datos y los traducirá en la cotización, y los analistas financieros de los accionistas intentarán de su parte evaluar las interpretaciones futuras de la Bolsa. Esta interpretación debe conducir, a fin de cuentas, a un aumento del activo de la empresa (por lo tanto, no exclusivamente su "capital", sino el conjunto de sus "haberes", es decir, su **valorización bursátil**). Este aumento bursátil no conducirá necesariamente a un aumento similar o proporcional del dividendo, sino más bien de la **valorización** de este haber. Sin embargo, esta **valorización** va en realidad, prácticamente siempre, de la mano de la evolución de la Cifra de Negocios (cuanto más elevada sea la CN, el inversor esperará que la empresa obtenga más beneficios, aunque no debemos confundir la CN con los beneficios, ya que una CN puede acompañarse de pérdidas). Por lo tanto, existe una correlación estrecha entre la evolución de la **CN** y de la **Bolsa**, sin que esta correlación sea automática y determinante. Esta correlación difiere por otra parte de una empresa a otra, incluso de un sector a otro o de un país a otro (ella será, por ejemplo, más importante en los países donde una parte del salario es pagado con stock options, ya que en este caso, el salario de un ejecutivo está en parte determinado por la **valorización bursátil**).

La relación beneficios-cotización de la acción es todavía más sutil. Como es lógico, la subida de los beneficios se acompaña de una subida de la cotización. Pero esta relación existe sólo porque la Bolsa lo anticipa. Por lo tanto, si la sociedad anuncia una nueva entrada en un mercado, un nuevo producto, nuevas inversiones, los inversores bursátiles anticiparán en la Bolsa un aumento de la **CN**, con, probablemente (pero no automáticamente), un alza de los **beneficios** y por tanto de los **dividendos**, cuya cotización subirá ya que los inversores bursátiles (demanda) estarán atraídos por estas perspectivas de **plusvalías**. Si el alza de las ganancias no cumple las expectativas o es menor de lo que había sido previsto, las cotizaciones caen. Pero incluso operaciones que no tienen ninguna influencia sobre la CN, como una reducción de los costes administrativos, que influyen los beneficios, por ejemplo, actúan igualmente sobre la evolución de las cotizaciones. Sin olvidar todas aquellas operaciones de fusiones-adquisiciones entre empresas que, normalmente, deben liberar plusvalías contables, y por tanto beneficios puntuales. Por consiguiente, no hay relación directa (lineal) entre los beneficios y la cotización de la acción. En cambio, la estrategia de una empresa, cuando ella se financia en la Bolsa, depende de la evolución de su capitalización bursátil. Por lo tanto, no se puede negar la relación íntima existente entre **beneficios** y **cotización** de una acción (incluso si es indirecta y subyacente), ya que si los beneficios de una empresa son constantes y elevados, los inversores de la Bolsa lo detectarán y suscribirán acciones de esta empresa en crecimiento, lo que tendrá como efecto un alza en la cotización bursátil de la empresa y por lo tanto de su capitalización.

En resumen, la **valorización** (o capitalización bursátil) de una empresa equivale a la suma de las acciones emitidas en el mercado primario por esta empresa, suscritas por accionistas (pequeños inversores, especuladores...) y evaluadas en la última cotización disponible en la Bolsa. La capitalización bursátil de una empresa es por lo tanto el índice de confianza de la empresa, que

aumenta y disminuye según la oferta y la demanda de sus acciones en la Bolsa. Esta capitalización no representa por tanto el “valor real” de la empresa ya que depende esencialmente de las cotizaciones en la Bolsa. Esta cotización, al depender de la demanda y de la oferta en el mercado secundario, hace que sea conveniente investigar el conjunto de los factores que son tomados en cuenta por un inversor para decidir comprar una acción (o a la inversa para deshacerse de ella). El factor tomado en cuenta por el inversor es ante todo el rendimiento que se prevé obtener con esta acción, es decir los dividendos que él puede esperar recibir y la plusvalía que él podrá quizá obtener (él venderá la acción a un precio más alto que el precio de compra).

Paralelamente, los **dividendos** que el inversor puede esperar recibir dependen de:

- los **beneficios obtenidos por la sociedad** (la diferencia entre los *productos realizados* y las *cargas soportadas*). Los *productos* están constituidos por la Cifra de Negocios (CN), pero también por productos financieros (dividendos distribuidos por las sociedades de las que la empresa posee acciones, intereses recibidos, ganancias de las operaciones de cambio...) y por productos excepcionales (no ligados directamente a la explotación, tales como la reventa de un activo –inmueble, maquinaria...- a un precio superior a su valor contable neto o valor de origen). Las *cargas* están constituidas por todas las compras de bienes y servicios efectuadas en el exterior (mercancías, materias primas, alquiler de “servicios” de un trabajador interino a una empresa de trabajo temporal, alquiler de coches y servicios directos: consejos de un experto contable, de un gabinete de auditorías, etc.) y por supuesto por la remuneración del trabajo. A esto se añaden (como en el caso de los productos), de cargas financieras (pago de intereses, pérdidas de cambio) y de cargas excepcionales (p.e. créditos irrecuperables).
- la **política de distribución de dividendos de la sociedad**. En efecto, la sociedad puede escoger no distribuir más que una parte de los beneficios obtenidos a sus accionistas y conservar el resto guardándola como reservas (lo que constituye un medio de autofinanciación, es decir, de utilizar sus propios beneficios para establecer su CN, lo que elimina cualquier dependencia de la empresa en materia de financiación).

El capital que la empresa posee es el que ella ha adquirido en el momento de las suscripciones de sus acciones, y por lo tanto totalmente diferente de la cotización actual de estas acciones. Por ejemplo, la empresa Microsoft emite acciones a 10 dólares cada una, vende 100 y posee por lo tanto un capital de 1.000 dólares. Si MS obtiene 1.000 dólares de beneficio y decide distribuir 800 a sus accionistas, como había emitido 100 acciones, cada acción dará un dividendo de 8, independientemente de la cotización de la acción. Pero el capital seguirá siendo 1.000 dólares mientras que no haya una emisión de nuevas acciones.

Señalemos por otra parte que 100 acciones a 2.000 valen más que 120 acciones a 1.000; lña estrategia sw la empresa consistirá sobretodo a *suscitar un alza de su cotización bursátil* (de su valorización bursátil), sinónimo de rebote de alza de sus haberes bursátiles, ya que la demanda de sus acciones estará determinada por la *facultad potencial de plusvalías*.

Paralelamente, si 100 acciones a 2.000 valen más que 120 a 1.000, 200 a 1.000son mejor percibidas que 100 a 2.000, ya que el potencial de alza es más importante para un precio de suscripción de 1.000, y que el alza potencial será multiplicado por 200 en lugar de por 100. ¡Y todavía mejor sería 2.000 acciones a 100 o 4.000 a 50! Por lo tanto, para atraer más fácilmente **capital** por la vía de la Bolsa, la empresa cuya cotización de la acción está constantemente en alza se dedicará a dividir sus acciones regularmente, para favorecer su subida por un simple efecto psicológico. Estas operaciones, llamadas “**splits**” acaecen continuamente en las plazas financieras modernas.

## 2. Emisión de obligaciones

Si una empresa puede financiarse por la emisión de acciones, puede también preferir emitir una **obligación**; como recordatorio, en este caso, emite un título, que es comprado a cambio de una suma de dinero, y ella se compromete a reembolsar esta suma a término con intereses en prima.

Existe también la posibilidad de emitir una **obligación convertible**; este tipo de obligación es un préstamo con un coste inferior al de una obligación clásica (hay menos intereses a pagar en el momento del vencimiento). Esta diferencia de coste proviene de la existencia de una *opción de conversión* ligada a este tipo de obligación; esta opción permite así a quien compra la obligación de convertirla en acciones del mismo *emisor*, a un precio de conversión fijado en el momento de la emisión de la **obligación convertible** (por tanto, el precio al que el *portador* de la obligación podrá adquirir las acciones, en el caso en que el decida convertir su obligación, es fijado de antemano). También, en lugar de deber reembolsar con intereses en juego, la empresa deberá, en el caso en que el portador decida usar su opción, entregar una cierta cantidad de acciones (o de obligaciones, dependiendo del tipo de contrato).

Existe también la **obligación canjeable**; al igual que con una convertible, el portador de una **canjeable** tiene la posibilidad de cambiar su obligación por acciones. La única diferencia con la *convertible* es que el portador tiene esta vez la posibilidad de convertir sus acciones en acciones de otra empresa que posea la empresa emisora de la **canjeable**. Para expresarlo claramente, si la empresa A, que posee acciones de una empresa B, emite una **obligación canjeable** (ella recibe por tanto una suma de dinero que ella debe reembolsar con intereses al vencimiento), aquél que la compra tiene la posibilidad de cambiar su **canjeable** por las acciones de la empresa B que posee la empresa A.

Existe otra variante: la **canjeable inversa**; en este caso, ya no es el *portador* de la obligación (quien la compra) quien posee una opción canjeable, sino el *emisor*, quien puede decidir si reembolsará su préstamo en dinero líquido (suma prestada + intereses) o en acciones. Si él decide utilizar su opción, el *emisor* (la empresa que se financia por un préstamo) entregará entonces una cierta cantidad de sus acciones, antes que reembolsar la suma prestada con intereses.

Evidentemente, todas estas variantes de financiación serán utilizadas según las estrategias de financiación elegidas por los diferentes inversores; dicho de otra manera, es la tesorería de una empresa quien decidirá su estrategia de financiación. Según el tipo de inversión que ella desea realizar y según las diferentes ventajas e inconvenientes que proponen las diferentes fuentes de financiación descritas anteriormente, una empresa hará así su elección y optará por la forma de financiación que juzgue como la más eficaz para ella.

### **Influencia del mercado en la economía real**

En concreto, un DG (o más bien su brazo derecho especializado en comunicación financiera) se vuelve a encontrar de cara (es lo que se conoce como el "one to one") a un analista financiero o a un gestor de carteras (una *cartera* es un conjunto de inversiones bursátiles operadas por un gestor de Fondos; así, una cartera comportará acciones, obligaciones o cualquier otro activo financiero de los que veremos más tarde, como las opciones, etc.) y debe explicarle su estrategia, para que el analista, de vuelta delante de pantallas y ordenadores, redacte los memorandums y dé a sus clientes los consejos que harán que compren o no el título de la empresa en cuestión.

¿Como dopar la cotización de su empresa por un DG? Presentando una estrategia clara y estructuras legibles que aseguren a los accionistas un retorno ("return") de su inversión (es decir,

dividendos, beneficios). En definitiva, los **criterios** que aseguran ese retorno son, del punto de vista de los analistas el **tamaño** (la globalización manda, hace falta un gran tamaño y por lo tanto un crecimiento externo, es decir, fusiones-adquisiciones), el **recentrado** (un solo sector sin diversificación, elogiada en los años 80 y hoy en día desterrada – cf. la crisis asiática), la **rentabilidad** (12 a 15%, nunca inferior, si sólo hay un 7% no hay nada que hacer y hace falta una reducción de los costes, es decir, despidos masivos), la **rapidez** (el horizonte de “return” es como máximo 2 años, por lo que es imposible la inversión a largo plazo), la **transparencia** (delimitación clara y precisa de los diferentes órganos que toman decisiones en la empresa, por lo tanto nada de conglomerados, ya que en el periodo del euro las únicas comparaciones válidas entre los diferentes países de la Unión Europea son sectoriales) y la **información** (informes semestrales precisos sobre la estrategia de creación de “valores”, es decir de “return”).

Existen también los “Road Shows”, o la dirección de una empresa que se traslada ella misma al extranjero para darse a conocer a los analistas, de los Fondos de inversión y de los inversores más influyentes. Los inversores son más generalistas: los intereses difieren ligeramente de los de los FDP (Fondos de pensión), más centrados en los valores petroleros, por ejemplo. A continuación, unas “perception surveys” (encuestas de satisfacción) son realizadas por la empresa para que pueda evaluar si ella ha sido suficientemente convincente. Las cifras son cada vez más precisas (Cifras de negocios por región y por sector, beneficios por sector, resultados por acción...) y los contables son cada vez más solicitados, ya que los analistas se han habituado a una precisión tan fina.

Retracemos las relaciones claramente para evitar cualquier tipo de confusión: el **analista financiero** trabaja para un **Banco de negocios** (Merrill Lynch, Morgan Stanley...) y está encargado de transmitir a los **gestores de Fondos** informaciones precisas sobre la estrategia de las empresas (es decir, su potencial de rentabilidad de cómo mínimo 12 a 15%), para que éstos decidan sus *órdenes de compra y de venta*. Los analistas financieros a veces no tienen treinta años, y tiene un poder indirecto real por su vínculo con los gestores de Fondos. En efecto, los Fondos tienen a veces tal peso financiero que pueden influenciar directamente la cotización de una acción en mercados de pequeño tamaño (como la Bolsa de Bruselas, por ejemplo), esto en base a los consejos de los analistas financieros. Además, el paso a una economía de mercados financieros implica que las empresas sean sensibles a las exigencias de los accionistas. Sin embargo, los analistas son los intermediarios entre las dos partes. Además, son numerosos los DG que son accionistas de su empresa y son por tanto sensibles a la remuneración de sus títulos (sobre todo después del desarrollo de las **stock-options**, un sistema por el cual los ejecutivos de una empresa reciben una opción de compra a término sobre un lote de acciones de esta empresa, lo que les permite así un aumento considerable de salario en caso de alza de la acción al vencimiento).

Para acabar, un ejemplo concreto de la ruptura que se opera entre los mercados financieros y la realidad socio-económica: Valujet, una compañía aérea que reventaba precios (ya que tenía un personal mínimo) es la preferida de los analistas hasta que en 1996, las autoridades se alarman de una tasa de accidentes 14 veces más importante que la media. Los analistas, por su parte, sólo veían un “valor” increíble. Hoy, Valujet a cambiado de nombre y ha invertido 2 centavos de más por dólar para tener una seguridad incrementada y legal. Pero ya nadie habla sobre ella en la Bolsa...

### **Las principales Bolsas del mundo**

En teoría, un país contiene Bolsas regionales y una plaza central, pero en la práctica, y después de la globalización financiera, la actividad bursátil de cada país tiene cada vez más tendencia a concentrarse en una única plaza central (Nueva York, Londres, Frankfurt, París, Tokyo...), incluso si ciertos países mantienen otra plaza para su mercado a término –el de los productos derivados– (es el caso de Chicago para EEUU, de Osaka para Japón...).



- **LA BOLSA DE NUEVA YORK (EEUU):** La Bolsa nacional americana es evidentemente la más rica (la más capitalizada) del mundo y la más representativa (a causa del rol central jugado por el dólar en las transacciones internacionales). Ella contiene dos departamentos: el NYSE (New York Stock Exchange), más conocida bajo el nombre de **Wall Street** y la **Nasdaq**. El NYSE (Wall Street) fue creado en 1792 y cotiza las mayores empresas americanas (Exxon, Coca Cola, IBM, General Motors, etc.). Las condiciones de entrada en la NYSE son precisas y comprenden los beneficios de la empresa, el número de activos (acciones) difundidas públicamente y el tamaño (valor) de los activos que tiene. La NYSE posee únicamente un mercado al contado (el mercado a término americano está situado en Chicago), pero se puede actuar en descubierto (es decir, endeudándose), pidiendo prestado a los corredores de capitales, con la condición de pagar los intereses y entregar un depósito. La Nasdaq, por su parte, nació en 1971, y no posee criterios de entrada estrictos (gastos a pagar reducidos, condiciones de admisión flexibles), es completamente electrónica (no se encuentra por tanto invadida por ruidosos corredores, como es habitual en este tipo de lugares) y toma sobretodo la forma de la Bolsa americana que permite la entrada en la economía de mercado financiero a nuevas empresas americanas con un gran crecimiento. Empresas como Compaq o Microsoft se cotizan aquí, lo que ilustra el desarrollo fulgurante de esta Bolsa: es en efecto el mercado que reúne la mayoría de los valores cotizados en el mundo (como información, el equivalente europeo de la Nasdaq es la Easdaq).

Encontramos también en Nueva York la AMEX (American Exchange), la más anciana de las tres, que tiene el mismo funcionamiento que Wall Street, pero con condiciones de entrada menos duras financieramente. Su actividad está en disminución desde hace varios años, habiendo sido acaparado su potencial por la electrónica de la Nasdaq.

Finalmente, el mercado americano a término (el de los productos derivados) está situado en Chicago.

- **LA BOLSA DE LONDRES (GB):** Londres, al especializarse en valores extranjeros y al aprovechar la multiplicación de los eurodólares (los dólares apátridas creados en su origen por los comunistas), se ha convertido en el verdadero centro financiero mundial. Es así en su **International Equity Market** donde se intercambian los valores extranjeros atraídos por el hecho de que el mercado británico no presenta ninguna fiscalidad para las transacciones que alberga (no es pedido ningún impuesto de Bolsa). El **London Stock Exchange** comprende también el Mercado Oficial (mercado a término que reúne las medidas americanas como Shell o Guinness) y el **Alternative Investment Market**, especie de Nasdaq inglés que favorece la entrada en Bolsa de empresas de tamaño medio con fuertes crecimientos (por condiciones de admisión mucho menos desfavorables que las del Mercado Oficial, donde el coste de entrada es, por ejemplo, más elevado). El Investment Market fue creado en 1995 para reemplazar al Unlisted Stock Market (creado en 1980).
- **LA BOLSA DE FRANKFURT (ALEMANIA):** Es el verdadero centro de un mercado bursátil alemán organizado siguiendo una lógica federal propia a la cultura institucional del país (encontramos Bolsas regionales en Berlín, Brême, Hannover, Munich...). La aparición del Euro y el establecimiento de la BCE en **Frankfurt** tiene evidentemente como consecuencia reforzar la Bolsa de Frankfurt en el corazón de Eurolandia (los países que han adoptado el Euro como moneda).
- **LA BOLSA DE PARÍS (Francia):** En Francia, teniendo una tradición centralista y empresas importantes que tienen todas su sede social en París, todo se produce en la capital francesa, tercera plaza europea en términos de capitalización (detrás de Londres y las plazas alemanas). La Bolsa de París se distingue sobre todo en materia de SICAV, de Fondos Comunes de Inversión y de productos derivados (sobre todo en el MATIF).

- **LA BOLSA DE TOKYO (Japón):** *Tokyo* alberga el mercado al contado japonés y *Osaka* el mercado a término. Japón representaba el papel de milagro capitalista hasta hace poco, ya que Tokyo y Osaka se encontraban todavía, a mediados de los años 90, en el 2º y 3º puesto mundial en materia de capitalización respectivamente –detrás de Wall Street-. Después, los capitales se han sentido incómodos y el gobierno japonés acaba de desembolsar más de 50.000 millones de dólares americanos para salvar su sistema financiero, lo que ha hecho temblar el conjunto del sistema financiero mundial, ya que Japón es el primer acreedor de EEUU. A pesar de que los expertos apuestan por una resurrección nipona, se puede también argumentar que el ascenso de las cotizaciones japonesas se debe al hecho de que no podían caer más bajo, so pena de una crisis generalizada.
- **EL PROYECTO DE LA GRAN BOSA EUROPEA:** La llegada de la moneda única europea debería corresponder a la creación de una gran Bolsa europea, uniendo los capitales financieros y presentando títulos homogéneos. Este proyecto podría ver la luz a partir del 2002.

## B. EL MERCADO MONETARIO

Al lado del mercado de los capitales a largo plazo (la Bolsa de las acciones y de las obligaciones), se encuentra el **mercado de capitales a corto y medio plazo** (el mercado monetario y el mercado de cambios).

El **mercado monetario** es, como su propio nombre indica, el mercado en el cuál se negocia la moneda nacional, es decir que es hacia este mercado a donde se va uno a dirigir para negociar los problemas ligados a la cantidad de moneda. Vamos por tanto a encontrar el **Banco Central** (organismo nacional encargado de gestionar la moneda del Estado), los **bancos** (encargados de los préstamos para las inversiones), los **establecimientos de crédito**, etc., que se intercambiarán títulos y moneda, para poder prestar el dinero líquido necesario para la economía (rol de la Banca, de los establecimientos de crédito...) y para controlar la inflación (papel del Banco Central).

En definitiva, es todo el sistema del mercado monetario quién *determinará la evolución del crédito* (y por tanto de las inversiones en ese país, ya que sin crédito líquido, la economía real estaría paralizada) *y de la masa monetaria en un país* (y por consiguiente de la inflación, es decir, del valor de la moneda, del poder de compra y por tanto de los beneficios reales).

El mercado monetario está compuesto por el **Mercado interbancario** y por el **Mercado de títulos negociables**:

- El **Mercado interbancario** del mercado monetario permite a los bancos intercambiar sus excedentes y sus déficits dentro de la moneda central nacional. Los actores del Mercado interbancario son entonces:
  - De una parte, el Banco central del país, encargado de gestionar la masa de dinero en circulación, para que ésta corresponda a las necesidades de la economía real (hace falta que él determine el valor de los bienes y de los servicios disponibles y que evite cualquier inflación, es decir, cualquier alza repentina de los precios debida al hecho de que hay demasiado dinero en circulación en relación al valor de los bienes y servicios – como para cualquier producto, cuanto menos escaso es el dinero, menor valor adquiere).
  - Por otra parte, los bancos van a buscar el dinero nacional necesario para sus operaciones de crédito en el Banco central. En definitiva, en el mercado interbancario se encontrarán los bancos ávidos de liquidez para sus créditos (intentarán de tener la máxima posible, ya que un crédito proporciona intereses) y los Bancos centrales nacionales encargados de estabilizar la masa monetaria nacional (es decir, de asegurar que no entregan demasiado dinero líquido en relación a las necesidades económicas en bienes y servicios).

Así, se dice que el mercado interbancario está reservado a los establecimientos de crédito que solicitan **hospedajes** y que responden a **licitaciones**.

Una **licitación** funciona como sigue: el Banco central de un país pone moneda nacional en circulación con un tipo de interés fijado por él mismo (=licitación), después de que los bancos hayan propuesto un tipo de interés y la cantidad de moneda que pedirán prestada bajo ese tipo. A su llegada, únicamente los bancos que hayan propuesto un tipo de interés inferior a la licitación no serán abastecidos en moneda, mientras que los otros recibirán la cantidad solicitada.

Un **hospedaje** designa por su parte la iniciativa de un banco de pedir prestado a muy corto plazo (a veces menos de 24 horas) con un tipo de interés superior a la licitación.

La intervención del Banco central se hace siempre a cambio de certificados de tesorería, es decir, de un documento que asegura al Banco central la solvencia del banco que viene a pedir prestado dinero para sus operaciones de crédito (el certificado de tesorería hace entonces las veces de prueba de confianza para el Banco central de cara al banco o cualquier otro establecimiento de crédito, debiendo reembolsar este crédito con los intereses en juego).

- El **mercado de títulos negociables**: esta segunda entidad del mercado monetario alberga la oferta y la demanda de fondos a corto y medio plazo. Esta demanda y esta oferta, si bien están en teoría abiertas a todos, en la práctica lo están mucho menos, ya que un título en el mercado monetario tiene un precio demasiado elevado para un particular (1 millón de francos franceses como mínimo para un título). Estos títulos son emitidos, sea por un banco (o cualquier otro establecimiento de crédito y institución financiera), sea por una empresa, sea por el *Tesoro*. Tienen por objetivo permitir créditos, préstamos y gestión de la masa monetaria. Estos títulos toman una forma comparable a la de las obligaciones a corto plazo (los tipos de interés juegan entonces un papel central en su valorización). Finalmente, todos estos títulos deben estar certificados antes de ser emitidos en el mercado de los títulos negociables, es decir, que el Banco Central o un organismo autorizado deberá asegurarse de que son conformes y puede así ser negociados en este mercado (por los emisores de títulos “reputados”, es decir, de confianza, esta certificación es automática).

¿Cuáles son estos títulos? Existen tres grandes tipos de títulos monetarios:

- Los **Certificados de depósito**, emitidos por los bancos (y los establecimientos de crédito) con tipos de interés sea fijos sea variables, con el objetivo de cubrir las necesidades de liquidez (para poder otorgar créditos). Para verlo más claramente, un banco emitirá un certificado de depósito y lo venderá al Banco Central a cambio de liquidez en moneda nacional (necesaria para una operación de préstamo para una empresa, por ejemplo). A cambio, el banco deberá pagar intereses, fijos o variables, al Banco Central. Todos estos créditos se detallan en cuentas especiales y tienen un límite (es decir, que el banco no podrá vender sus certificados como le dé la gana, ya que eso entrañaría una masa monetaria demasiado importante en relación a los bienes y servicios reales, es decir, a la inflación). Estos créditos se llaman “anticipos con fianza”, siendo el anticipo el crédito y la fianza el certificado.
- Los **Billetes de tesorería** son emitidos por empresas y tienen tipos fijos (lo que les permite evitar el intermediario de los bancos y por lo tanto costes de financiación suplementarios), con un precio mínimo de 1 millón de francos franceses. Si en teoría estos títulos son emitidos entre 10 días y 7 años, la realidad práctica es más uniforme, ya que la duración de un Billeto no supera nunca varias semanas. Así, una empresa emitirá por ejemplo un Billeto de tesorería y lo venderá a un Fondo, a cambio del cuál este Fondo deberá abonar la suma correspondiente al Billeto. Dos días más tarde, por ejemplo, la empresa ha sabido usar esta suma para sus inversiones y reembolsa los intereses de este préstamo (bajo forma de Billeto de tesorería, y además bajo forma de crédito bancario como en el caso de la economía de endeudamiento). Otro ejemplo: un banco tiene necesidad de liquidez (de moneda); emite un Billeto de tesorería y se lo vende a otro banco a las 18:00, con entrega de un certificado (prueba de confianza), a cambio del líquido (crédito) deseado. Al día siguiente a las 7:00, el

banco emisor paga los intereses (fijos para el mercado). Mientras tanto, ha podido prestar él mismo esta suma a un tercer banco que demandaba moneda (y recibir por su parte intereses).

- Los **Bonos negociables o bonos del Tesoro**, emitidos por el Tesoro (es decir, la administración que gestiona la deuda del Estado) hacia los inversores institucionales (bancos, Fondos de pensión, etc., cuyo peso capitalístico es suficientemente elevado como para permitirles suscribir tales Bonos, cuyo valor es 1 millón de francos franceses como mínimo. Es gracias a la emisión de estos Bonos que el Estado asegura su refinanciación a corto plazo (entre 20 y 40 % de la deuda francesa son así continuamente situados entre las manos de los Fondos de pensión anglosajones). Encontramos Bonos con un tipo de interés fijo, con un tipo anual, con tipos variables (sólo para los bancos), etc.

En la práctica, el Tesoro emitirá estos Bonos del Tesoro (siguiendo el mismo proceso que para una obligación), que serán adquiridos por los bancos. Cuando el Banco Central quiera aumentar la masa monetaria (la cantidad de papel-moneda nacional en circulación), recomprará Bonos del Tesoro; inmediatamente, es transferida moneda del Banco Central a los bancos, los que a cambio pierden su(s) Bono(s) del Tesoro. Inversamente, cuando el Banco Central quiera disminuir la masa monetaria (para contener la inflación), venderá Bonos del Tesoro y entonces recibirá dinero en circulación en el sistema bancario a cambio de los Bonos. El Banco Central operará de manera que se asegure de que no hay más dinero en circulación que bienes y servicios (es decir, que no hay inflación): él jugará con ese sistema de compra y venta de Bonos del Tesoro para controlar la masa monetaria.

Por ejemplo, el Banco de Inglaterra publica dos veces al día sus intenciones de intervenir en este mercado (en la apertura y a las 14:00).

Como información sobre la importancia que tiene este mercado, el mercado americano de títulos negociables, llamado "Fed Funds", se ha vuelto tan importante como el mercado de cambios (tiene un volumen diario de más de 1,2 billones de dólares americanos).

Finalmente, el mercado monetario, al ser un mercado nacional (es decir, que los títulos emitidos lo son en la moneda del país donde la transacción tiene lugar), es el Banco Central del país en cuestión quién lo regula.

**El papel del Banco Central:** el Banco Central de un país es la institución encargada de la política monetaria nacional, que controla especialmente la cantidad de moneda cartal (material, en papel) en circulación. Él asegura así la liquidez de la economía (moneda y crédito), asegurando al mismo tiempo la *estabilidad de los precios* (lucha contra la inflación, es decir, un volumen de moneda superior a las necesidades de liquidez de la economía: el Banco Central manipulará la cantidad de moneda en circulación para que ésta corresponda al conjunto de bienes y servicios del país). Esto siempre con el principio de dinero contra certificado (que pruebe la conformidad de las operaciones).

La primera arma utilizada contra la especulación por el Banco Central de un país es la de los tipos de interés a corto plazo (los tipos de interés a largo plazo están por su parte en manos del mercado –ver más adelante "El mercado de los tipos de interés"), esto a un doble nivel:

- Para impedir a los bancos que soliciten una refinanciación en periodo inflacionista (es decir, que aumenten la cantidad de moneda nacional en circulación mientras que la actividad económica real no lo pide, lo que convierte al dinero en menos escaso y por tanto más barato), el Banco Central aumentará los tipos de interés a corto plazo, para que los bancos duden antes de pedir prestada moneda (ya que este préstamo es más caro por el hecho de que los tipos de interés han aumentado). Ya que los bancos están casi continuamente endeudados con el Banco Central, éste es bastante libre tratándose de la fijación de los tipos a corto plazo.
- Para defender el valor de la moneda, es decir, evitar que los capitales internacionales emitidos en la moneda nacional se vayan a averiguar si las condiciones de inversión son mejores en algún otro sitio (en otro país), el Banco Central aumentará sus tipos de interés para que este

capital internacional sea atraído por una remuneración más importante (permitida por los tipos más importantes para el capital invertido).

Queda que cuando un país se ve obligado a hacer aumentar su tipos de interés (como México en 1994), son las inversiones quienes se benefician (un reembolso del 60% de tipos de interés convierte al préstamo en más bien caro).

La segunda arma utilizada por los Bancos Centrales contra los ataques especulativos es la difusión de dinero fresco en el sistema financiero nacional, cuando éste está amenazado por la huída masiva de capitales; el Banco Central intentará así paliar esta huída de capitales por la inyección de sus reservas de divisa nacional. No obstante, el conjunto de reservas de los Bancos Centrales del mundo (más o menos 1,2 billones de dólares) es inferior al conjunto de capitales privados en circulación en los mercados financieros, de ahí un problema de peso financiero de los Estados en caso de un ataque especulativo a su moneda. Es así muy frecuente que la devaluación forzada es aplicada (es decir, la inflación: el valor de la moneda baja después de una huída de capitales, como en los años 30, cuando un alemán debía desembolsar 1.000 millones de Marcos para obtener un pan).

## C. El mercado de cambios

El mercado de cambios es igualmente conocido, al lado del mercado monetario, bajo la apelación de **mercado de capitales a corto y medio plazo** (en oposición al mercado de capitales a largo plazo: la Bolsa). Es a menudo conocido por su acrónimo inglés: FOREX.

El **mercado de cambios** no está localizado materialmente en un lugar preciso; en efecto, este mercado toma la forma de una **red electrónica internacional** (que se ha vuelto posible por los progresos en comunicación), que funciona continuamente (esto gracias a los desfases horarios) cinco días a la semana. El mercado de cambios es así un lugar abstracto (informático), donde se encuentran *el conjunto de ofertas y de demandas de divisas* (es decir, de monedas extranjeras). El mercado de cambios es sólo una interconexión electrónica de tablas de arbitraje (una tabla de arbitraje es el sitio donde los cambiistas trabajan en un banco) a lo ancho del mundo, apelando al "provider" habitual que es Reuters (telecomunicaciones). Esto se parece a un lazo permanente como el de Internet, donde únicamente los afiliados tienen acceso. No existe entonces un lugar único aparte de esta red de ordenadores especializados.

El mercado de cambios, en el cual sumas astronómicas son diariamente intercambiadas, alberga **tres grandes tipos de interventores**: Los *Bancos Centrales*, los *bancos* y las *empresas multinacionales*. Él comprende todas las operaciones de préstamo y de crédito por un lado, de compra y venta por el otro, haciendo intervenir las divisas; así, si una empresa belga importa de Gran Bretaña, necesitará Libras esterlinas para pagar su compra y deberá entonces dirigirse al mercado de cambios. Paralelamente, si un banco londinense financia un proyecto americano, se dirigirá al mercado de cambios para obtener los dólares que necesite.

Si es cierto que el mercado de cambios es un lugar abstracto informatizado, sesiones de cotización son a pesar de todo organizadas a nivel nacional en la Bolsa o por el Banco Central, teniendo el objetivo de informar a los interventores; estas cotizaciones son sea definidas a partir de la moneda nacional –se habla en este caso de "cotización al certero"- (por ejemplo, en Suiza, las divisas del mundo entero serán comparadas al Franco suizo: X euros=1 Franco suizo), sea definidas a partir de divisas extranjeras –hablamos entonces de "cotización al incierto"- (por ejemplo, en Suiza, el Franco suizo será comparado a las divisas extranjeras: 1 dólar=X Francos suizos).

Estas cotizaciones (estos tipos de cambio) son únicas en cualquier lugar del mundo (las plazas financieras estando ligadas gracias a los medios de comunicación modernos: los tipos de cambio

de cada banco serán entonces determinados por estas cotizaciones, lo que impide en teoría vender los dólares a un precio diferente del banco de al lado), corriendo a cargo de los arbitrajistas corregir las eventuales incoherencias (el euro está a 1,08 dólares en París y a 1,09 en Frankfurt, el arbitrajista lo detecta y compra a París para revender en Frankfurt; mediante esta operación, la cotización del euro sube en París y baja en Frankfurt –la cotización sube cuando se compra y cae cuando se vende, como para las acciones, etc.-, mientras que el arbitrajista obtiene simultáneamente un beneficio, al comprar el euro más barato en París de lo que lo vende en Frankfurt).

Algunos bancos internacionales “controlan” este mercado de cambios y están principalmente basados en Nueva York y en Londres (en 1995, 10 operadores garantizaron el 47% de las operaciones en Nueva York, 10 intermediarios garantizaron el 40% de las transacciones en Londres, 6 garantizaron el 69% en París, etc.). La concentración de los que dan las órdenes es muy grande: la mitad de las transacciones son ordenadas en Londres y en total, en 1998, Londres, Nueva York, Tokyo, Frankfurt y París concentraban 2/3 de las operaciones mundiales (8 plazas concentraban el 82% de las operaciones de cambio mundiales).

Al igual que el mercado bursátil, el **mercado de cambios** se compone de un *mercado al contado* y de un *mercado a término*.

El *mercado de cambios al contado* concierne las transacciones efectuadas inmediatamente: las operaciones de cambio manuales efectuadas por los turistas (voy de vacaciones a Londres y cambio Libras Esterlinas por mi moneda nacional), pero también y especialmente las escrituras intercambiadas entre instituciones financieras (cambio de sumas importantes en divisas diferentes).

El mercado de cambios a término concierne las operaciones concluidas hoy, pero que se refieren a una transacción que deberá tener lugar en una fecha fijada el día del contrato. Por ejemplo, yo debo importar petróleo de Inglaterra de aquí a 6 meses, pero temo una fluctuación de la cotización de la Libra; me dirigiré entonces hacia el mercado a término para decidir hoy importar el petróleo al tipo de cambio actual. Así, puedo desde hoy preparar mi contabilidad con la certitud de que incluso una fluctuación de las cotizaciones no precipitará mis pérdidas (ya que si de aquí a 6 meses la Libra ha subido sin que yo me haya protegido en el mercado a término, debería pagar más Euros por el mismo precio en Libras).

**Dos grandes tipos de especulación** se encuentran en el mercado de cambios: el primero concierne **operaciones de ida y vuelta** sobre divisas a muy corto plazo; un *trader* venderá o comprará divisas a cuenta de una institución financiera con el único objetivo de conseguir un beneficio rápido gracias a esta operación (por ejemplo, un trader intuye que el Euro va a bajar un 5% durante la semana y que el Dólar continuará estable: él cambiará sus Euros por Dólares y vuelve a comprar estos mismos Euros cuando su cotización ha bajado; mediante esta operación, si el Euro ha efectivamente bajado un 5% mientras el Dólar seguía estable, obtiene en beneficio del 5%).

El segundo tipo de especulación en el mercado de cambios concierne al gestor de Fondos, que **anticipa las variaciones del tipo de cambio** operando en el mercado a término; por ejemplo, un especulador prevé que el Yen se depreciará a lo largo de los 6 próximos meses (la cotización del Yen va a caer) y venderá entonces hoy Yens en el mercado a término y se comprometerá a volver a comprarlos de aquí a 6 meses al precio de la cotización actual –125 Yens por un Dólar, por ejemplo- (este tipo de operación, que es posible gracias a la compra de productos derivados – futuros, opción de venta o put, etc.- consiste en decidir hoy las condiciones de una transacción que deberá desarrollarse a término –en el ejemplo, a los 6 meses-; en resumen, el especulador se comprometerá a volver a comprar los Yens a los 6 meses a la cotización de hoy –en nuestro ejemplo, 125 Yens por un dólar). Al vencimiento (después de 6 meses), si la cotización del Yen ha efectivamente caído (se ha depreciado a 150, lo que significa que hace falta 150 Yens por un

Dólar en nuestro ejemplo), el especulador atesora una plusvalía, ya que volverá a comprar los Yens a 150 en lugar de 125 y por tanto embolsarse un 20% de beneficios por cada Yen recomprado (en efecto, al comprar el Yen a 150, mientras que debe restituirlos a 125, el especulador recibirá 25 Yens de más por cada Dólar desembolsado).

Los operadores en el mercado de cambios se basan en lo que se denomina “los **fundamentales**”: éstos se componen de informaciones diversas sobre el estado de salud económica del país en cuestión (inflación, balance comercial, deuda pública...). Pero los comportamientos están también condicionados por informaciones más psicológicas (el Dólar ha, por ejemplo, caído durante el asunto Lewinsky), o incluso por un simple efecto de mimetismo (es el **efecto borreguil** que empujará por ejemplo a una multitud de accionistas a seguir el comportamiento de un inversor reputado como Soros, por ejemplo).

Existen **tres grandes regímenes de cambio**: el primero, el régimen de cambios **fijos** (o régimen de paridades fijas), que es un régimen por el cual las autoridades monetarias (los Bancos Centrales) determinan una paridad (es decir, un tipo de cambio de referencia, una horquilla que la cotización no puede transgredir ni por lo alto ni por lo bajo) en referencia a un patrón (el oro, el Dólar, el Ecu...). En este tipo de régimen, las autoridades monetarias (Bancos Centrales) actúan para que el tipo de cambio permanezca conforme a la horquilla tolerada –por ejemplo: 5% por lo alto y 5% por lo bajo-, en relación al patrón de referencia. Por ejemplo, el Sistema Monetario Internacional estaba, hasta los Acuerdos de Jamaica (1976), unido al patrón-oro, el Sistema Monetario Europeo estaba por su parte unido al Ecu, etc. Tal régimen de cambio fijo (como el que fue aplicado hasta 1971 con los Acuerdos de Bretton Woods) puede no obstante ser destrozado por ataques especulativos masivos (la devaluación puede así superar los límites de la horquilla –alejarse de los 5% tolerados en nuestro ejemplo- tras la impotencia de las autoridades monetarias delante de desplazamientos demasiado importantes de capitales; las reservas del Banco Central –el stock de dinero líquido de o de los países atacados- son en este caso insuficientes para rellenar la huida de capitales especulativos, de lo que resulta la devaluación de la moneda –los traders venden una o dos monedas en masa).

En segundo lugar, existe el régimen de cambios **flotantes**, régimen según el cual las autoridades monetarias ya no intervienen y dejan entonces a la cotización de las monedas fluctuar según la voluntad del mercado (es decir, que cuando los traders compran y venden divisas, la confrontación de la oferta y la demanda puede implicar sea una apreciación sea una depreciación de la moneda –ella se vuelve más fuerte o menos, según sea comprada o vendida en el mercado de cambios). Es este régimen el que se está aplicando actualmente, desde que Bretton Woods se hizo pedazos. En la jerga monetaria, este régimen se llama “dirty floating”. El flotante *puro* sólo existe sin embargo en la teoría, porque la experiencia nos ha enseñado que tal régimen de mercado autorregulado es en la práctica un mito, ya que en el caso de un ataque especulativo a una moneda, el Banco Central de la moneda en cuestión acaba siempre por intervenir para intentar salvar lo que sea posible.

Finalmente, en tercer lugar, existe la combinación de los dos regímenes: el “crawling peg”; la autoridad fija una paridad (una horquilla que no debe ser transgredida ni por lo alto ni por lo bajo) de cara a una moneda o a un conjunto de monedas (la medida de referencia), pero esta paridad vale en este caso durante un tiempo determinado, sea meses por ejemplo, después del cual la paridad (la horquilla) es revisada y evoluciona entonces en un sentido, muy lentamente. Este sistema está en vigor en África y en Israel, por ejemplo.

Es en este mercado de cambios donde James Tobin, premio Nobel de Economía, propuso tasar las transacciones (estando cada transacción tasada en un 25%). Entre 1,5 y 1,8 billones de dólares circulan diariamente en este mercado de cambios. Más del 90% de las operaciones son puramente especulativas (es decir, no destinadas a inversiones productivas). SE ha estimado además que el 80% de las operaciones en el mercado de cambios corresponden a una duración inferior a cuatro o cinco días (muchas corresponden a una duración todavía más corta, a veces

algunas horas). Tobin tiene así como objetivo reducir los beneficios de los especuladores a corto plazo, sin afectar a las operaciones a más largo plazo ligadas al comercio internacional. Tal tasa necesita, para que sea eficaz, ciertos ajustes simultáneos, como la toma en consideración de los *contratos sobre diferencia*.

En efecto, en el mercado de cambios, los bancos impulsan actualmente la aplicación de contratos sobre diferencias, que implican que en lugar de regular los montantes brutos, se regulan sólo los montantes netos, los saldos. Así, si un banco debe comprar para un cliente A 1 millón de dólares y vender 800.000 para un cliente B, concluiremos con un contrato de diferencia (200.000) correspondiente en el mercado de cambios. Desde el punto de vista de las transacciones, únicamente 200.000 serán entonces tasables. Se comprende también que este tipo de contratos permite a los interesados reducir sensiblemente el valor de las transacciones sin de hecho reducir el volumen efectivo de los intercambios, por tanto sin reducir la especulación. Si se preconiza tasar el valor bruto, un banco que deba comprar 100 millones y vender 99,8 millones, de manera que la diferencia sea sólo 200.000, pretenderá sin más que él no debe comprar más que 1 millón y vender 800.000, y operar de manera que los 99 millones restantes se equilibran sin transacción, y por tanto sin tasa. Conviene entonces acentuar la transparencia en las transacciones para impedir este tipo de fraude en caso de aplicación de una tasa Tobin.

La interconexión del mercado de cambios está asegurada por la **SWIFT**, sociedad internacional con sede en Bruselas. Todos los bancos comerciales que actúan en el mercado de cambios tienen una cuenta en la SWIFT. Cuando ellos operan, comunican su operación a la SWIFT, que la contabiliza en las cuentas de los bancos implicados (las divisas se quedan de hecho en el país de origen). Entonces, cuando el BBL vende dólares por euros en, por ejemplo, el Dresdner Bank, los dos bancos confirman su operación en la SWIFT y sus cuentas en dólares y euros son debidamente ajustadas. En la SWIFT, veremos entonces el crédito dólar del BBL disminuir y su crédito euro aumentar del contravalor, y a la inversa para las cuentas del Dresdner. Simultáneamente, la SWIFT habrá señalado a su correspondiente asignado en dólares que el Haber del BBL se ha reducido a favor del Dresdner, y para el correspondiente en euros el movimiento inverso. La presencia de la SWIFT garantiza, en un alto grado, la solvencia de la institución financiera que opera en el mercado. En efecto, la institución sólo puede actuar si su cuenta "gestionada" por la SWIFT dispone de los montantes requeridos. Cuando se realizan operaciones de cambio, se constata así en su extracto de cuenta un número particularmente largo detrás de la referencia SWIFT. La factibilidad técnica de una tasa de tipo Tobin es evidentemente facilitada por esta situación de centralización de la interconexión internacional de los intercambios, ya que todo está automatizado, centralizado e "impreso".

Finalmente, un control de los cambios puede ser decidido por un Estado según diferentes criterios; por ejemplo, el doble mercado de cambios, aplicado en Bélgica hasta 1990 (fecha a partir de la cual los movimientos de capital en el interior de la Unión Europea se hacen en total libertad), controlaba el mercado de cambios según el criterio de la operación: si la operación era especulativa, tenía lugar en un mercado libre de todo control. Al contrario, si ella emanaba de un intercambio de bienes y servicios, se desarrollaba en un mercado de cambios paralelo (el mercado reglamentado) y controlado por el Banco Central belga (y que presentaba entonces una menor inestabilidad –diferencias de más del 10% han sido registradas entre los dos bancos-, lo que permite a las empresas inversiones meons arriesgadas).

Otro ejemplo de control de los intercambios, siguiendo un criterio diferente (el de la naturaleza de los agentes –residentes o no) es el de Suiza; en efecto, durante los años 70, flujos importantes de capital llegaban a Suiza, de lo que hubo una apreciación del Franco suizo, en total contradicción con sus actividades turísticas (cuanto más se aprecia una moneda, más cara se vuelve para un turista extranjero) y de exportación (una empresa suiza que exporte con una moneda demasiado fuerte pierde en la operación, ya que si su moneda vale 10 francos en relación a la moneda del comprador de su producto –en el caso de un americano por ejemplo, sería en relación al dólar-,



El recibirá por una venta de 1.000 dólares el equivalente de 10.000 francos, mientras que si la moneda del exportador se aprecia –hace falta sólo 5 francos para obtener un dólar, por ejemplo- , la misma venta de 1.000 dólares sólo le reportará 5.000 francos). Frente a este problema, el Banco central suizo decidió aplicar tipos de interés negativos para los no residentes, con el fin de hacer fluir los capitales extranjeros responsables del problema (lo que, en esta historia, fue un fracaso, ya que los especuladores se contreraron sobre el sector inmobiliario y los terrenos suizos).

## D. El mercado de los tipos de interés

Conviene distinguir claramente los **tipos de interés a corto plazo**, que son controlados por los Bancos Centrales (ver el capítulo anterior: el mercado monetario), de **los tipos de interés a largo plazo**, que están por su parte en manos del mercado y constituyen por tanto lo que se llama el **mercado de los tipos de interés**.

### Los tipos de interés a corto plazo

Existen **dos grandes tipos de tipos de interés a corto plazo**: los **tipos directivos**, que son los tipos especializados determinados unilateralmente por el Banco Central de un país, y los **tipos monetarios**, que están determinados por la oferta y la demanda en el mercado monetario.

1. Los **tipos directivos**: el Banco Central es la institución de último recurso del sistema bancario nacional, es decir, que cuando un banco solicita al Banco Central recibir dinero líquido para sus actividades, este Banco Central determina un tipo directivo que el banco debe aceptar.

Existen así varios tipos de facilidades otorgadas por el Banco Central y determinadas por los tipos directivos que ha determinado; mediante estas facilidades, que difieren de un país a otro, encontramos, entre otras:

- Los **anticipos sobre garantía**, para los cuales el Banco Central aplicará el tipo directivo que corresponda a los anticipos sobre garantía: es un crédito (un préstamo) que el Banco Central concede a un banco después de que este haya remitido un certificado de garantía (un bono del tesoro, por ejemplo) y limitado según la importancia del banco (cuanto más importante sea el banco, más crédito se le otorgará, ya que este banco abonará con total certeza la suma prestada con intereses). Si el banco excede el límite determinado por el Banco Central, el tipo de anticipos sobre garantía es incrementado por una penalización, y el crédito otorgado presentará entonces una tasa (tipo) mayor.
- Las **líneas de crédito**, para las cuáles el Banco Central aplicará su tipo directivo llamado Tipo Lombard (aplicado en Alemania, por ejemplo): cuando un banco se dirige al Banco Central para obtener dinero fresco, la suma del crédito es limitada por el Banco Central, ya sea por por montante medio (el banco no puede obtener más dinero fresco que este montante medio), sea por montante absoluto (el banco no puede obtener más dinero fresco que este montante absoluto), sea por una combinación entre el sistema de montante medio y el sistema de montante absoluto. Más claramente, al igual de que un pequeño ahorrador no puede superar una cierta suma prestada en su cuenta corriente –es lo que se conoce comunmente como estar en números rojos, y este límite depende en general de la regularidad de los ingresos depositados en el banco por este ahorrador- un banco ve cómo su línea de crédito es limitada por el Banco Central. Si el banco supera este límite (es decir, que el banco toma prestado más dinero fresco de lo que el Banco Central a decidido), él deberá pagar un extra de interés. La cantidad que el banco puede rebasar es, por otra parte, también limitada.
- Las **líneas de redescuentos**, para las cuales el Banco Central aplicará su Tasa de descuento: es un crédito (un préstamo) que el Banco Central concede a un banco después de

que éste haya entregado un documento descontable (una letra de cambio, por ejemplo) y que está limitado según la importancia del banco. La Tasa directiva aplicada a una línea de redescuento es una Tasa de descuento, es decir, que la tasa debe ser pagada por el banco en el origen –antes que añadirlo al desembolso, es sustraído inmediatamente del montante prestado (por tanto, para una línea de 1.000 euros con una tasa de descuento del 10%, el banco recibe solamente el 90% de la suma prestada, o sea 900 euros).

- Los bancos pueden también obtener su crédito por repos (repurchase agreements), es decir, un **crédito de retroventa**: los bancos se comprometen firmemente a abonar en una fecha precisa el crédito obtenido, con unas condiciones definidas. Esta última facilidad es la que está más en boga desde la última década. Este tipo de crédito no está sometido a un límite. El Banco que toma prestada una suma de dinero presenta la garantía (bonos del Tesoro, generalmente) al Banco Central que proporciona el crédito, la tasa es convenida (siguiendo las leyes del mercado) y el banco se compromete a restituir al vencimiento del contrato el dinero con intereses, a cambio de la restitución de la garantía (del bono del Tesoro) por el Banco Central. El banco que pide el crédito continúa entonces siendo propietario de la garantía durante el contrato, teniendo el Banco Central en cierta manera el usufructo (es decir, el derecho de aprovechar los frutos de un bien que pertenece a otro).

Cada Banco Central tiene así su abanico de facilidades, y para cada facilidad existe una tasa adecuada, a veces varias según nos encontremos por debajo o por encima de los límites. **Todas estas tasas se llaman “directivas”, porque ellas determinan indirectamente la escala de las tasas que aplicarán a su vez todos los bancos y el mercado.**

Como recordatorio: los Bancos Centrales utilizan también estas **tasas directivas** en caso de ataque especulativo a su moneda (es decir, de huida de capitales) y por tanto de inflación (cuanto menos suscriban bonos del Tesoro los inversores, menos capitales aportarán a un país; por tanto, el Banco Central del país en cuestión deberá inyectar más moneda nacional para asegurar el equilibrio *moneda - bienes y servicios*, y la moneda tendrá menos valor: es lo que se llama *inflación*). Así, el Banco Central de un país amenazado por una huida masiva de capitales aumentará sus tasas directivas a corto plazo, esperando convertir más atractivo el alquiler del dinero en sus fronteras, para poder así conservar los capitales que amenazan huir. Pero esta medida tiene a menudo consecuencias terribles, ya que las inversiones se vuelven imposibles (todos podemos convenir en que un préstamo al 40% no es en efecto demasiado rentable).

Hay que subrayar para acabar que las tasas directivas no son más que una parte del abanico de posibilidades empleado por el Banco Central. Su utilización va normalmente de la mano de la instalación de otras medidas para aumentar su eficacia (todo depende de cómo se efectúa el ataque contra la divisa: si hay especulación a partir del interior del país y bajo la forma de toma de crédito, la intervención tendrá como objetivo reencarecer este crédito o impedir su toma con ese fin. Si el ataque viene del exterior, la intervención estará encaminada hacia la libertad de entrada y de salida de capitales –medidas de balanza de pagos. Etcétera...); las tasas directivas, si son eficaces, tienen así el único objetivo de influenciar en el buen sentido (es decir, el sentido deseado por el Banco Central) a las tasas cortas y largas del mercado, nada más. Son entonces estos últimos los que priman.

2. **Las tasas cortas del mercado monetario**: la mayor parte de los productos utilizados por los bancos para obtener crédito de un Banco Central son igualmente negociados en mercados especializados, cuyo conjunto se llama mercado monetario. El más importante de ellos es el de los repos (que en Estados Unidos es tan importante como el mercado de cambios –¡1,5 billones de dólares diarios!). En este mercado, los bancos realizan repos entre ellos y el coste, la tasa de estos repos, se forma por la ley de la oferta y de la demanda. El Banco Central interviene también en este mercado, como contrapartida. Estas intervenciones forman parte de su política monetaria y permiten al Banco Central regular la masa monetaria. Las intervenciones no entra en cuenta con las facilidades otorgadas por el Banco Central en el sector bancario. Así, los tipos de interés a corto plazo, llamados también **tasas monetarias**,

determinan un límite superior a no superar por los bancos en caso de *tomas de pensión* en el mercado monetario, así como un límite inferior para las *llamadas de oferta* de los Bancos Centrales en ese mismo mercado. Como recordatorio, estas *llamadas de oferta* y estas *tomas de pensión* en el mercado interbancario del mercado monetario sirven para la adquisición de liquidez por los bancos frente al Banco Central; esto se desarrolla como sigue: para **la llamada de oferta**, el Banco Central de un país pone moneda nacional en circulación con un tipo de interés que él ha fijado, pero que no puede entonces superar el *límite inferior* determinado por las *tasas directivas* (los tipos de interés a corto plazo fijados por los Bancos Centrales); paralelamente, los bancos proponen un tipo de interés y la cantidad de moneda que ellos pedirían prestada bajo ese tipo. A la llegada, únicamente los bancos que hayan propuesto un tipo de interés más bajo que la llamada de oferta no serán proveídos en moneda, y los otros recibirán la cantidad que querían. Una **toma de pensión** designa por su parte *la iniciativa de un banco de pedir prestado a muy corto plazo* (a veces 24 horas), *con un tipo superior a la llamada de oferta*, pero sin superar entonces el *límite superior* determinado por las *tasas directivas*.

### Los tipos de interés a largo plazo

Los **tipos de interés a largo plazo** están en manos del mercado, es decir que obedecen a una lógica de confrontación entre *la oferta y la demanda* de las Bolsas en un país determinado. En definitiva, los interventores en los mercados financieros (inversores, especuladores, Fondos, etc.) miden la credibilidad financiera de cada país y evalúan entonces en qué moneda sería más ventajosa una inversión. Cuanto más fiable parezca la inversión (es decir, que los intereses están bien pagados y en el plazo correcto), más bajos serán **los tipos a largo plazo**. De hecho, tipos a largo plazo elevados son una especie de prima de riesgo que compensaría al inversor que opera en una inversión arriesgada. Así, si por ejemplo las inversiones sin riesgo en euros remuneran menos que en dólares, los inversores preferirán las inversiones en dólares, por lo que habrá una subida de los tipos europeos (a pesar de que la presencia de productos derivados altera a veces esta lógica).

Démonos cuenta de que una *inversión* corresponde aquí a la compra (*demanda*) de un título en los *mercados financieros*, es decir, no un depósito en un banco sino más bien la compra (la *suscripción* en lenguaje económico) de una **obligación**, de un **Bono del Tesoro**, de un **Billete de Tesorería** o también de un **certificado de depósito**. Como recordatorio, estos tipos de inversiones corresponden a la emisión de un título por un país (o de forma más precisa por el **Tesoro**, que es la administración que gestiona la deuda de un país), una empresa, etc., que cuando es suscrito (comprado) por un interventor de la **Bolsa** o del **mercado monetario**, equivale a un reconocimiento de deuda con intereses cobrados en juego. En definitiva, el emisor (Estado, empresa...) del título (obligación, Bono del Tesoro...) recibe de aquel que lo suscribe una suma de dinero, estando a cargo de este emisor el reembolso de esta suma al vencimiento del contrato con intereses de suplemento. Es por lo que estos tipos a largo plazo que determinan el rendimiento de las obligaciones son conocidos como **tipos obligatorios**.

Evidentemente, si el emisor es un Estado, cuanto mayor sea la reputación de devolver su deuda y sus intereses sin problemas, los interventores juzgarán menos la inversión como arriesgada. Entonces, los **tipos obligatorios** serán menos elevados (la prima de riesgo será más baja). En cambio, si un Estado tiene la reputación de no pagar (porque él está demasiado endeudado y está asfixiado por el ciclo infernal de esta deuda, por ejemplo –pe: la moratoria rusa de agosto del 1998), sus **tipos de interés a largo plazo** (o tipos obligatorios) serán elevados (al ser el riesgo de inversión alto –el cobro con intereses no está asegurado-, la prima de riesgo es lógicamente elevada).

Así, los **tipos de interés a largo plazo** determina las condiciones de préstamo del Estado (por el intermediario de la administración que gestiona su deuda : el **Tesoro**), financiando sus préstamos en los mercados financieros obligatorios al emitir obligaciones del Estado (Bonos del Tesoro).

Esta lógica explica por qué los Estados intentan mantener una **inflación débil**. Como recordatorio, la **inflación** es el valor del dinero: si la inflación pasa del 2 al 4 %, el valor del dinero será un 2% inferior. Entonces, simultáneamente, si yo poseo 10 euros, estos 10 euros valdrán en realidad un 2% menos, y mi *poder de compra* (el valor del dinero que poseo) estará disminuído en un 2%, sin que la cantidad de dinero que poseo haya disminuído aparentemente (yo tengo siempre 10 euros). Es evidentemente el mismo principio para el **Fondo** que haya pagado un millón por **un Bono del Tesoro**.

Pero si los tipos obligatorios conciernen sólo a las obligaciones, los tipos a largo plazo comprenden también a los de los préstamos, de las hipotecas, de los créditos de inversión, etc., que pueden todos ellos diferir de los tipos obligatorios.

En el panorama europeo de la Unión Monetaria (es decir, de la conversión al euro), el problema de los **tipos de interés a largo plazo** es poner en relación con éste el **déficit público** (el déficit público es la diferencia entre los ingresos del Estado –las ganancias fiscales diversas- y sus gastos).

En efecto, el objetivo al que aspiran los responsables europeos es desencadenar, gracias a la puesta en marcha de la moneda única, un *círculo virtuoso*, cuyo origen se encuentra precisamente en la reducción de los déficits públicos (el Pacto de estabilidad presupuestaria), que tiene a priori el don de favorecer la bajada de los tipos de interés, y por tanto de relanzar después las inversiones, a continuación el empleo, entrañando a su vez un aumento del consumo, de lo que se desprende un aumento de los ingresos fiscales que favorecen una nueva reducción de los déficits públicos, y así una vez tras otra.

Por esto existe un debate agitado entre dos partes, en referencia a la legitimidad del lazo de unión en el origen entre la reducción de los déficits y la baja de los tipos de interés; en efecto, si la tesis retenida por la Comisión europea se basa en el principio según el cual la subida de los déficits públicos está en el origen del nivel elevado de los tipos de interés reales a largo plazo, este principio es duesto en duda por toda una franja de economistas. Para ellos, es incluso lo contrario lo que es cierto: los déficits públicos resultan del alto nivel de los tipos de interés, ya que este alto nivel hace más pesada la carga de la deuda y por tanto de los recursos públicos (ya que una parte de éstos sirve únicamente para pagar los intereses de la deuda).

Y si el nivel de los tipos de interés reales es elevado, es por los efectos de la liberalización financiera de los años 80, engendrados por los acreedores (los prestamistas) que, en reacción a la situación de los años 70 (en los años setenta, los tipos de interés eran negativos y en la época era mejor pedir prestado que prestar ya que los prestamistas veían cómo sus capitales disminuían poco a poco), hicieron presión para preservar sus remuneraciones y para que los tipos de interés integrasen primas de riesgo que cubriesen la inestabilidad de los mercados.

En oposición al punto de vista de la Comisión europea, esta tesis afirma que partir de un análisis fundado –los déficits se habían convertido en totalmente insostenibles- para llegar a una extrapolación irrevocable de este análisis y acusar a los déficits públicos de todos los males podría revelarse nefasto para el futuro del empleo en Europa. Ya que, por ejemplo, la financiación de la educación, de la formación, de las infraestructuras, etc. Es para ellos indispensable para cualquier política de empleo eficaz. Sin embargo, el Pacto de estabilidad presupuestaria (prohibición a todos los Estados miembros de superar el umbral del 3% de déficit presupuestario) convierte para ellos este tipo de financiación simplemente insuficiente.

### **Relación entre los dos tipos de tasas**

La evolución entre tipos de interés a corto y a largo plazo está relacionada. Es en efecto catastrófico para un país ver como sus tipos cortos evolucionan de forma diferente a sus tipos largos, ya que en este caso los problemas económicos aparecen.

Así, si el Banco Central de un país decide ajustar sus tipos directivos por cualquier razón, cuando el mercado percibe la medida y la acepta –la considera creíble-, los tipos largos evolucionarán de común acuerdo. En cambio, si el mercado percibe negativamente la medida, los tipos largos evolucionarán en sentido inverso (o de forma caótica), creando tensiones entre los dos mercados (de corto y de largo plazo).

Ejemplo: en Inglaterra, los tipos cortos son más elevados que los largos, situación incontrolable a largo plazo y que complica sensiblemente la política monetaria del país. Confrontado a un recrudecimiento de la inflación, el Banco de Inglaterra debería aumentar sus tipos directivos (para atraer la demanda y volver a encarecer el valor de la moneda). Pero al hacer esto, propulsaría mucho más los tipos cortos hacia arriba, acentuando la disparidad entre los largos (a la baja) y los cortos (al alza).

Sin embargo, cuando los tipos cortos exceden a los largos, nadie invierte a largo plazo, y el futuro económico del país está por tanto hipotecado. Al mismo tiempo, Inglaterra ha constatado un gran retroceso coyuntural (se ha anunciado el crecimiento cero), lo que debería lógicamente empujar al Banco de Inglaterra a disminuir sus tipos directivos para sostener la economía (volviendo las inversiones más baratas).

Pero el Banco de Inglaterra corre el peligro con este gesto de acelerar mucho más la inflación (convirtiendo la moneda en menos interesante y no atrayendo entonces la demanda, lo que es sinónimo de un reencarecimiento del valor de la moneda). El hecho de que la escala de los tipos ingleses esté invertida impide así al Banco de Inglaterra emprender cualquier acción decisiva. Si la escala hubiera sido normal (tipos cortos inferiores a los largos), el Banco de Inglaterra habría podido determinar el riesgo mayor y actuar en consecuencia. Si hubiera por ejemplo concluido que la inflación es el peligro principal, habría aumentado sus tipos directivos, con el peligro de debilitar temporalmente la coyuntura, pero permitiendo el saneamiento de la base financiera del país. Así, habría podido a continuación repartir de forma saneada hacia un relanzamiento de la coyuntura, permitido por una bajada de los tipos directivos (y por tanto de las posibilidades de inversión con un coste menor). Pero él se encuentra delante de un dilema, derivado de esta distorsión entre tipos largos y cortos, dictada por las anticipaciones inesperadas del mercado.

## **E. El mercado de las materias primas**

Ya que prácticamente ningún país realiza una producción que tenga como único objetivo su autosuficiencia, un mercado mundial propone productos al conjunto del planeta, siguiendo una tarifa mundial. En definitiva, un país que produzca más que lo que supone su consumo interno venderá su excedente en el mercado mundial a un precio mundial. En cambio, el país que no produzca lo suficiente para satisfacer sus necesidades domésticas se volverá hacia el mercado mundial para adquirir lo que le falta. Es este mercado mundial lo que se llama el mercado de las materias primas; en él encontraremos los productos más diversos, desde el cacao hasta el petróleo, pasando por el oro y los plátanos.

Los precios mundiales están, como siempre, determinados por la confrontación de la oferta y de la demanda en el mercado; dicho de otra forma, cuanto más se venda un producto en el mercado, más bajará su precio, mientras que cuanto más se compre, más subirá el precio.

Tomemos el ejemplo del oro: si un Banco Central decide vender una parte de su oro en el mercado, colocará una orden de venta por tal cantidad de oro en el mercado (buscará entonces

una contraparte ávida de realizar la compra de oro: cuando un Estado decide vender oro, él no hace más que dar una orden de venta, es decir, que una institución bancaria buscará una contraparte para comprarlo, y mientras tanto, las cotizaciones bajan). Esta orden empujará al precio de oro a la baja (evidentemente, cuando una institución decide vender su oro, a menudo buscará un banco que “garantice” el precio de venta por la negociación de un producto derivado). Inversamente, una orden de compra empujará la cotización del oro al alza.

Paralelamente, los productores de un producto pueden definir una estrategia dirigida a influenciar el precio mundial de este producto a su conveniencia; tomemos el ejemplo del petróleo: su precio no cesa de bajar en el mercado mundial de las materias primas y los países productores de petróleo (OPEP) ven lógicamente sus ingresos petrolíferos caer. A causa de esto, estos países productores se unen e intentan disminuir la oferta mundial de petróleo; mediante esta operación, ellos esperan que la lógica de la oferta y de la demanda funcionará (cuanta más oferta de un producto haya, más pequeño será su precio, mientras que cuanto más rara sea la oferta, más elevado será el precio). Su producción disminuye entonces conjuntamente, tras un acuerdo –fue el caso de tres reanudaciones entre el principio del 1998 y abril del 1999: los dos primeros acuerdos redujeron la producción diaria mundial a 2,6 millones de barriles por día, y después un tercero que la redujo durante un año a 2,1 millones de barriles por día.

No obstante, tal decisión no tendrá siempre un efecto mecánico sobre las cotizaciones –una disminución de la producción no desembocará automáticamente sobre una bajada de las cotizaciones-, esto por razones diversas (acuerdo juzgado como demasiado tímido por el mercado, presencia de productos derivados, etc.). Así, los dos primeros acuerdos petrolíferos no desembocaron en ninguna subida de los precios del petróleo. El tercer acuerdo hizo, por su parte, alzar tímidamente las cotizaciones del bruto, pero esto después de haber entrañado antes, paradójicamente, una ligera bajada –en efecto, el día del anuncio del tercer acuerdo de reducción de la producción, la cotización del “brent” (calidad de referencia del Mar del Norte) pasó en Londres de 13,88 dólares a 13,75 dólares el barril, mientras que el “light sweet crude” cedía 23 centavos en Nueva York (pasando a 15,51 dólares el barril).

En definitiva, la evolución de los precios mundiales tiene una incidencia enorme sobre el nivel de vida de los países del Tercer Mundo; en efecto, el FMI impulsa a estos países, a través de sus planes de ajuste estructural, a exportar más, siempre, sus riquezas naturales, con el fin de obtener siempre más ingresos de exportación. El problema es que el FMI a empujado a estos países en el mismo momento a exportar más materias primas; de esto resulta que los países del Tercer Mundo se han hecho evidentemente la competencia, de lo que resulta un excedente de oferta en el mercado mundial y por tanto una caída de los precios. Así, los países del Tercer Mundo se han visto obligados a vender sus materias primas a precios siempre decrecientes (mientras que ellos debían simultáneamente comprar los productos acabados del Norte a precios siempre crecientes). Entonces, el FMI a impulsado a los países del Tercer Mundo a estropear sus recursos naturales, esto sin la más mínima ventaja financiera y incluso a veces con pérdidas (cuando la caída de los precios se desarrolla más rápidamente que el aumento de la producción).

## **F. La liberalización de los mercados financieros**

### **Los eurodólares**

Un eurodólar es un depósito que se cuenta en dólares en cualquier banco situado fuera de los Estados Unidos, comprendiendo también las filiales de los bancos americanos. En otras palabras, los eurodólares son dólares apátridas.

El eurodólar está sin duda en la base de la mayor revolución monetaria después de la aparición de los billetes de banco en el siglo XVII, ya que ha marcado el principio de la internacionalización

siempre creciente de los movimientos de capitales. Después de la Segunda Guerra Mundial, se ha constatado así un aflujo de “*dollars overhang*”, es decir, de dólares que los americanos dejaban, voluntariamente o no, circular fuera de los Estados Unidos. Se trataba esencialmente de dólares billetes. El “*dollar overhang*” a conocido una expansión importante con el Plan Marsall (reconstrucción de la Europa de la postguerra gracias a las inversiones americanas). Sin embargo, durante tanto tiempo como las empresas americanas usaban estos dólares para las inversiones en Europa no hubo problemas. Pero el día en que ellas empezaron a aprovecharse de las condiciones ofrecidas por las instituciones financieras diferentes a las americanas, los asuntos empezaron a degenerar.

Así, sumas en “*dollar overhang*” son depositadas en bancos no americanos. Estas sumas son inmediatamente prestadas por estos bancos; para facilitar la operación, estos dólares son ofrecidos a un tipo ligeramente inferior al del mercado y otros bancos piden prestados estos dólares. Los dólares con un tipo especial comienzan así a circular entre prestamistas y los que piden prestado. Y así comienza la multiplicación de los panes.

Pronto, sumas más importantes son puestas en depósito y un mercado paralelo se desarrolla rápidamente en el más gran secreto: el Credit Lyonnais, la Société Générale o incluso el Bank of America prestan estos dólares con un tipo menor a los gobiernos italiano, belga, holandés, francés, etc. : Europa tiene sed de dólares para su reconstrucción de postguerra y éstos se han vuelto disponibles a un tipo inferior gracias a los eurodólares. Estos se transforman progresivamente en dólares escriturarios, impalpables (y menos en billetes tangibles).

Por primera vez en la historia monetaria, dólares circulan así fuera de los EEUU sin ser sometidos a las leyes y a las tasas americanas. Durante una década, este mercado paralelo se ha así desarrollado secretamente, estando el origen de los eurodólares enmascarado por el hecho de que los banqueros explicaban su existencia por el déficit de pagos americanos (el balance de pagos mide la posición financiera de un país en relación al resto del mundo; por tanto, si el balance de un país es deficitario, este país deberá dirigirse hacia los prestamistas internacionales para pedir dinero prestado para sus necesidades de financiación).

Cuando, a final de los años 50, el mercado de los eurodólares sale a la luz, todos los gobiernos del norte ven una ventaja; los EEUU ven una nueva prueba de la supremacía del dólar, Inglaterra ve la posibilidad de convertirse en el centro financiero mundial y la Europa continental ve dólares disponibles con un tipo ventajoso para su reconstrucción. El eurodólar empieza a pulular, tras el encuentro entre la política de los bancos, que utilizan los eurodólares para préstamos con tipo reducido, y aquellas de las multinacionales americanas (y después europeas), aprovechando la situación.

Sin embargo, los países de la Europa continental no perciben la revolución monetaria que supone este aflujo de eurodólares; primero, permite a las firmas americanas comprar firmas europeas o implantar filiales en Europa. Segundo, mientras que los gobiernos de la Europa continental se esfuerzan por seguir las políticas monetarias restrictivas para moderar la inflación, los eurodólares continúan afluyendo en masa y son intercambiados con sus monedas, lo que estimula la inflación.

Varias decisiones americanas permiten al mercado de los Eurodólares desarrollarse todavía más:

- En 1958, los EEUU adoptan la reglamentación Q, que limita la remuneración de las cuentas a término de los americanos; esta decisión tiene el don de incitar a los americanos a buscar fuera de los EEUU una remuneración más ventajosa.
- EN 1963, la tasa de igualación de los tipos de interés, que tasa los intereses percibidos por los residentes americanos sobre préstamos acordados a no residentes; esta decisión fue tomada por Kennedy con el objetivo de disminuir el déficit de su balanza de pagos. Ésta, a pesar del hecho de que las exportaciones americanas superaban ampliamente las exportaciones,

estaba en efecto en déficit, principalmente a causa de las inversiones colosales de los americanos en Europa en los años 50-60.

Esta situación se convirtió la preocupación mayor del Gobierno, temiendo que esta fuga masiva de dólares acabase por amenazar las reservas de oro del país (en la época, el sistema de Bretton Woods se estaba aplicando y el dólar estaba en este sistema sometido al oro – a 35 dólares la onza; esta situación implicaba un solo inconveniente para EEUU: si un Estado firmante de los Acuerdos se presentaba con dólares, el Tesoro americana debía intercambiarlos por oro. Sin embargo, ya que los dólares apátridas afluían fuera de los EEUU, el riesgo de ver a numerosos países reclamando el oro a cambio se había vuelto grande, lo que habría sido susceptible de dañar las reservas de oro de EEUU). Paralelamente, los gobiernos europeos se quejaban con cada vez más virulencia delante de esta situación de aflujo de dólares que estimulaban su inflación.

Esta decisión de tasar los préstamos americanos acordados a los “extranjeros”, cuyo objetivo oficial era limitar la salida de dólares, marcó en efecto el verdadero lanzamiento de la globalización financiera; en efecto, el objetivo oculto del gobierno americano –bajo la benevolencia inglesa- era de hecho desplazar de Nueva York a Londres el centro de las operaciones financieras internacionales. La astucia se situaba así en el hecho de que la tasa concernía únicamente a los “residentes americanos”, y por tanto de ninguna manera a las filiales americanas establecidas fuera del país.

Evidentemente, los bancos americanos, comprendiendo la situación, establecen su filial en Londres (mientras que sólo había 6 filiales americanas en Londres en 1955, se contaban 34 en 1970). El eurodólar se convierte así en la primera moneda que puede operar en el mercado monetario internacional, con una estructura de tipos de interés independiente y fuera de todo control nacional. Esta primacía de la finanza internacional sobre el poder de los Estados naciones, verdadera revolución institucional, se beneficia a tres niveles: primero, los bancos americanos, a través de su filial en Londres, veían la mayor parte de sus préstamos a los “extranjeros” se desplazar a la ciudad de Londres, que el gobierno inglés ha convertido deliberadamente acogedora por una reglamentación de las más mínimas; segundo, el gobierno americano ya no ve a los bancos americanos establecidos en su territorio prestar al extranjero; tercero, Inglaterra se convierte en el centro de los negocios sin que el Banco Central deba aportar capitales.

- En 1968, el Voluntary Foreign Credit Restraint viene a reforzar las medidas tomadas en 1964; por esta reglamentación, el gobierno intenta limitar las salidas de dólares destinadas a financiar las multinacionales americanas e incitar estas últimas a repatriar los beneficios obtenidos por sus filiales en el extranjero. A causa de esto, las multinacionales americanas se financian en el mercado de los eurodólares.

A estas decisiones americanas se añade la explosión vertiginosa de los “petrodólares”. Cuando los países de la OPEP (los países exportadores de petróleo) elevaron unilateralmente el precio del bruto en los años 70, los países del norte se vieron inundados de billetes verdes y no sabían que hacer de ellos. Los bancos los solicitaron y los gobiernos se los confiaron. Después de esto, estos dólares se multiplicaron profusamente, por el juego rotatorio de los depósitos represtados.

En 1970, después de 20 años de existencia, el euromercado se establece así como el mercado financiero más prolífico del mundo, ofreciendo a su clientela un abanico variado de servicios a la vez favorable y con las mínimas formalidades. El montante de los contratos en el euromercado pasaron de 11.500 millones de dólares en 1965 a 44.000 millones en 1969, y después a 57.000 millones en 1970. ¡En junio de 1972, eran 82.000 millones!

Los americanos se habían convertido el el maestro del juego y el euromercado había establecido lazos de unión entre los mercados financieros nacionales y proporcionado un suplemento a estos mercados. Esto supuso un perjuicio para los europeos, que intentaban mantener una inflación estimulada por el aflujo de eurodólares, intercambiados con las monedas nacionales. Y pasó en detrimento de los Acuerdos de Bretton Woods, que habían instaurado durante más de 25 años la



fijación de los tipos de cambio relacionados con el dólar (única moneda convertible en oro a 35 dólares la onza).

En efecto, en 1971, Nixon pone fin oficialmente a los Acuerdos de Bretton Woods, que se habían vuelto insostenibles por el desarrollo de los eurodólares; con Bretton Woods, los países firmantes podían comprar “gold notes”, dólares especiales que permitían recibir el equivalente en oro de parte del Tesoro americano. Sin embargo, el aflujo de dólares apátridas implicaban que cada vez más países pedían el intercambio de dólares por oro americano, lo que ponía a estas reservas de oro en peligro. Efectivamente, los americanos habían dejado, voluntariamente o no, sus “dollars overhang” tomar proporciones insostenibles: ¡había más “dollars overhang” en circulación que oro para cubrirlos! Desde 1973, los tipos de cambio son flotantes en relación al dólar, es decir, que son los operadores quienes deciden a partir de este momento, mediante sus órdenes de inversión, el valor de las monedas en relación al dólar.

### **Las euro-obligaciones**

Al principio de los años 60, mientras una masa de eurodólares invadía Europa, los préstamos pedidos a Nueva York son cada vez más difíciles y onerosos. Delante de esta situación, el gobierno americano, a través de su secretario del Tesoro Douglas Dillon, empuja a las firmas americanas establecidas en Europa a financiarse en eurodólares; el euromercado está estimado en la época como 3.000 millones de dólares y Dillon ve allí una posibilidad de utilización en préstamos a largo plazo.

Un banquero alemán, Sigmund Warburg, que había en 1933 trasladado su banco de Hamburgo a Londres, a la llegada al poder de Hitler, aprovechó la ocasión: él creó la euro-obligación, la obligación extendida en dólares. Encontró una firma italiana que deseaba hacer grandes inversiones pero falta de capitales. Emitió la obligación en Luxemburgo, donde los costes son irrisorios. El contrato fue firmado en 1963 en La Haya.

Es así como nace la primera euro-obligación: contratada en La Haya, el contrato redactado según la ley inglesa trataba de una obligación emitida en Luxemburgo en eurodólares, para financiar las inversiones en liras de una firma italiana.

Mientras que esta nueva forma de préstamo es acogida tímidamente por los medios financieros, la tasa de igualación sobre los intereses es acordada en 1963 por Kennedy, lo que, como hemos visto, desplaza el centro financiero mundial hacia Londres y convierte a los préstamos a largo plazo de Nueva York no sólo difíciles y onerosos, sino casi imposibles (a causa de la tasa suplementaria que deben pagar los bancos). A causa de esto, las euro-obligaciones consiguen una nueva legitimidad, la de permitir a los gobiernos europeos no tener que crear moneda para financiar las inversiones de sus empresas. “Si Nueva York se cierra, el mercado internacional de los capitales no está sin embargo muerto, gracias a la presencia de las euro-obligaciones”, repite Warburg a los gobiernos europeos, “dejadlas tomar prestadas en este nuevo mercado internacional”.

Al depender de la actividad de las multinacionales americanas, los gobiernos acaban por aceptar estos créditos ofrecidos en el euromercado. Mientras que para obtener un crédito clásico, quien toma prestado debe abrir sus cuentas, demostrar su solvencia, sus necesidades de capital y explicar su proyecto de inversión, no hace falta nada de esto en el euromercado; las euro-obligaciones son acordadas en base a la confianza de la que goza el que toma prestado de parte de los prestamistas. Una ganga para las multinacionales rentables.

Mientras que en un mercado nacional, el Banco Central controla la evolución del nivel de crédito (crea moneda cuando hay penuria de capitales y la retira cuando hay demasiados), el euromercado se basa en la disciplina y la prudencia de sus participantes. Éstos son principalmente grandes bancos comerciales y multinacionales. Si la confianza que los une y sostiene el sistema llega a ser traicionada por uno de ellos, si un importante banco quiebra por

falta de prudencia al otorgar sus créditos, las quiebras en cadena podrían ocurrir y hacer temblar el sistema financiero internacional. Hasta ahora, a pesar de algunas crisis serias, nada comparable se ha producido. Pero el espectro continúa existiendo.

### **Los nuevos títulos internacionales**

A partir de los años 80, han aparecido nuevos títulos: son los títulos de créditos a corto plazo (de 1 a 2 meses y renovables). Ellos son sólo otorgados a multinacionales o a grandes bancos de confianza, es decir, que tengan la reputación de pagarlos siempre. Paralelamente, toda una serie de créditos a corto plazo han sido creados: estos nuevos productos financieros internacionales son, sea créditos a corto plazo garantizados por un cártel de bancos (son las euronotas), sea créditos a corto plazo no garantizados (los europapeles comerciales); con el europapel, el contrato del crédito es construido a la medida, según la buena voluntad de las dos partes implicadas. Estos préstamos cara a cara, basados en la confianza mutua, son por lo tanto exentos de cualquier regla.

### **El Big Bang de 1986**

El Big Bang de 1986 concierne a la modernización de la Bolsa de Londres (octubre de 1986); él aspira a una desreglamentación de las operaciones financieras en su seno, para responder a la competencia americana (desreglamentada desde los años 70). Este Big Bang desembocó en una triple consecuencia:

- Aumento del volumen de las transacciones financieras
- Disminución del coste de las operaciones (y de las comisiones a pagar a los intermediarios tras el juego de competencia que ocurre entre ellos)
- Concentración del número de operadores (así, varios "oficios" distintos se "fusionaron"- emisor de títulos, contacto-clientes, corredores, etc.)

Este Big Bang tuvo evidentemente el poder de internacionalizar la Bolsa de Londres y convertirla en el centro financiero europeo.

### **La globalización**

La informatización y la desreglamentación simultáneas del paisaje financiero internacional han entrañado una globalización de los mercados financieros, que funcionan a partir de este momento a escala mundial. Las informaciones circulan por todas partes instantáneamente, el sistema de cotización se ha vuelto continuo y los productos financieros (opciones, acciones, etc.) han sido estandarizadas: un operador puede a partir de ahora invertir en los mercados internacionales 24h/24 (gracias a las telecomunicaciones y al desfase horario entre Tokyo, Nueva York y Londres).

La consecuencia de esta globalización es evidentemente un aumento importante de los flujos financieros; así, en el seno de los países del G7, el volumen de las operaciones transfronterizas en acciones y obligaciones pasó del 35% del PIB de estos países en 1985 al 140% en 1995 (Informe de la BRI, 1996).

De hecho, esta globalización financiera ha sobre todo permitido a los especuladores aprovechar el conjunto de la esfera financiera para rentabilizar su capital: en efecto, se ha constatado un crecimiento significativo de los desplazamientos de capitales a corto plazo (el 80% de las operaciones de cambio corresponde así hoy a idas y vueltas de una duración inferior a cinco días).

### La regla de las 3D

Se habla, para ilustrar los cambios acaecidos en los mercados financieros, de una nueva regla, la de las 3D:

1. **Desintermediación:** la *desintermediación* corresponde a la marcha atrás de la economía de endeudamiento (a través de los bancos crediticios), en beneficio de la economía de mercado; en definitiva, las empresas se financian directamente en los mercados financieros (emitiendo acciones, obligaciones, etc.) en lugar de endeudarse pidiendo prestado a los bancos. Se estima así que el 80% de las operaciones de financiación se desarrollan hoy en día directamente en los mercados financieros; es evidentemente la baja de los costes de intermediación lo que motiva esta práctica. Se habla entonces de desintermediación para nombrar la desaparición del intermediario bancario y de su actividad clásica de depósitos y de préstamos, en beneficio de la utilización de los productos del mercado.
2. **Décloisonnement (Liberalización):** la *liberalización* corresponde a la vez a la apertura de los mercados nacionales y a la eliminación de las barreras que compartimentan los diferentes mercados nacionales de capitales. Así, mientras que antes del comienzo de los años 80, los circuitos de financiación de numerosos países eran autónomos y respondían cada uno a una necesidad particular, se erigieron pasarelas entre el mercado a largo plazo (Bolsa) y el de a corto plazo (mercado monetario). El acceso a los diferentes mercados, que estaba limitado, se volvió así abierto. Por ejemplo, en Francia, mientras que el mercado monetario estaba reservado únicamente a los bancos y a las ENBAMM (empresas no bancarias admitidas en el mercado monetario), a partir de 1985, este mercado monetario francés fue abierto a cualquier agente económico. La separación entre bancos de negocios y bancos de depósito fue abolida. Apertura de los mercados nacionales al exterior y abolición del control de cambios (en 1979 en Gran Bretaña, en 1987 en Francia...).
3. **Desreglamentación:** la *desreglamentación* consiste en liberar a los mercados de las interferencias administrativas y en suprimir los obstáculos que frenan la competencia entre los agentes económicos.  
Esta desreglamentación tiene como objetivos:
  - ◆ Una bajada de los costes de obtención del capital (por el juego de la competencia –las comisiones fijas recibidas por las casas de títulos en EEUU son suprimidas a partir de 1975)
  - ◆ Una apertura de los mercados nacionales a los no residentes
  - ◆ El desarrollo de una economía financiera paralela internacional no reglamentada (las eurodivisas)

### La interconexión internacional

Algunas sociedades especializadas (Cedel, Euroclear, Chips, etc.) aseguran la interconexión mundial por los títulos negociados internacionalmente. Un belga que compre una acción americana o una euro-obligación verá así su orden ejecutada por el intermediario de Cedel (Luxemburgo) o Europclear (Bruselas). ¿Qué es lo que ocurre en definitiva?

Una empresa compra, por ejemplo, 10.000 dólares americanos de una euro-obligación de, digamos, el Banco Mundial. La empresa ha colocado su orden de compra a su intermediario, digamos el BBL. El BBL se informa en el mercado, para los diferentes poseedores, del mejor precio y concluye la operación. Admitamos que el poseedor sea Paribas. Los dos bancos comunicarán su operación a Cedel o a Euroclear. Digamos que el BBL trabaja con Cedel y Paribas con Euroclear. Esta comunicación comprenderá: el número de títulos, la cotización convenida, el tipo de operación (compra-venta-préstamo), el montante total (intereses en curso incluidos), el nombre de la contraparte y la fecha de liquidación. Cedel recibirá entonces esta

información del BBL, mientras que Euroclear las recibirá de Paribas. Cedel y Euroclear se pondrán en contacto (todo esto se hace automáticamente) y si los datos comunicados por las dos partes son exactos hasta el céntimo, la operación será automáticamente liquidada en la fecha convenida. En esta fecha, la cuenta-título del BBL en Cedel aumentará en 10.000 dólares y para el Banco mundial, su cuenta corriente bajará en el contravalor. En Euroclear, la cuenta-título de Paribas en 10.000 dólares y para el Banco Mundial su cuenta corriente aumentará en el contravalor. A continuación, en las cuentas del BBL, en cuanto él haya recibido la confirmación de la liquidación de la operación de Cedel, creditará el contra-título de la empresa de los 10.000 dólares del Banco Mundial y lo debitará en el contravalor en dólares que había convenido con la empresa.

Evidentemente, una inversión internacional necesita de una operación de cambio (si el belga compra una acción americana, deberá cambiar euros por dólares). La inversión internacional pasará entonces por una operación de cambio (y por tanto por la sociedad de interconexión del mercado de cambios, la SWIFT). Es así la obligación del BBL, en el ejemplo, de velar a que la cuenta corriente de dólares dispone del contravalor en tiempo útil. Es por tanto el BBL quien debe comprar los dólares requeridos, por el mecanismo de la SWIFT, y después informar a su banco de dólares correspondiente (digamos el Citi), de que transfiera estos últimos a la cuenta correspondiente en dólares de Cedel, digamos el Chase, de manera que Cedel sepa que los dólares recibidos provienen del BBL y están destinados a liquidar la compra de 10.000 dólares del Banco Mundial.

Esto crea muchos vaivenes de información, pero este sistema es muy eficaz y evita el problema de la solvencia de las partes negociantes. Una oficina o un agente de cambios sin afiliación a uno de los organismos de liquidación no hará así ninguna operación, porque nadie tendrá confianza en él. Al contrario, una oficina afiliada no tendrá nunca problemas para contratar una operación con una institución perfectamente desconocida en la otra punta del mundo: su afiliación garantizará que la ejecución de la operación (pago y entrega) se efectuará siguiendo las normas convencionales del mercado.

Actualmente, estos organismos (SWIFT, Cedel, Euroclear...) no se dirigen únicamente a los profesionales del mercado. Para Cedel o Euroclear, sólo las instituciones financieras que operan en el mercado internacional de títulos pueden convertirse en afiliadas. Un particular no puede hacerlo (al igual que para SWIFT). Al contrario, para poder operar en un mercado, sea cual sea, un operador debe estar admitido. Para estar admitido en el mercado internacional de títulos, un operador debe imperativamente estar afiliado a Cedel o a Euroclear, sino él tendrá la obligación de hacer pasar las órdenes por un intermediario afiliado, lo que supone un coste suplementario. Según el conjunto de actividades, un operador será más fácilmente admitido en un mercado que en otro. Hoy en día, los bancos estén prácticamente todos afiliados a todos los organismos internacionales y tienen por tanto acceso a todos los mercados financieros.

Por su parte, una sociedad como Euroclear, para poder ejecutar las operaciones que le conciernen, está obligada a atribuirles un código de identificación único (ISIN) y a comunicarla a todos los afiliados, para que puedan indicarlos en sus mensajes de confirmación.

Para resolver los problemas de dinero negro, de fraude fiscal, de paraísos fiscales, y para favorecer la puesta en marcha de mecanismos como la Tasa Tobin, bastaría así convenir a nivel mundial una codificación única, tal y como el código ISIN, para saber si están sujetas o no a una penalidad. Todos los librades recibirían un código único automáticamente, código que indicaría la calidad del librador y de la operación. Se podría incluso llegar a definir el carácter especulativo o no de una operación (es decir, cubierta o justificada o no por una inversión productiva). Se podría, a partir de aquí, disuadir las operaciones consideradas como las más inútiles y las más desestabilizadoras. Este enfoque implica, por supuesto, que se sepa con precisión lo que se entiende por "especulación".

## G. Mercados emergentes y crisis del endeudamiento

Desde el fin de los años 70, el mundo tiende a tomar la forma de un gran mercado integrado autorregulado, en el cual han sido integrados los países en vías de industrialización; estos países, que representan aproximadamente el conjunto del Tercer Mundo, han sido llamados mercados emergentes, por el hecho de las perspectivas de rendimientos elevados que representan. Estos mercados emergentes han visto así presentada para ellos, como único medio de desarrollo, una integración a la economía mundial, a través de las inversiones internacionales en proveniencia del Norte. Sin embargo, lo mínimo que se puede decir es que estos países emergentes no han parado de ver su endeudamiento crecer peligrosamente.

Un ciclo infernal de la deuda afecta en efecto actualmente el conjunto del Tercer Mundo; Esta situación tiene su origen en los años 70, cuando los bancos del Norte se encontraron con un surplus de capitales (principalmente los petrodólares, provenientes de la OPEP, y los eurodólares, os dólares apátridas), y los han prestado generosamente con tipos muy bajos, incluso negativos, a los gobiernos del Sur. El alza súbita de los tipos de interés (llegando incluso a superar las dos cifras), decidido unilateralmente por el Norte en los años 80, sumergió a continuación a los países del Sur en un “efecto bola de nieve”, obligándoles a pedir prestado para pagar deudas que no cesaban sin embargo de aumentar.

Esta realidad arrastra a las poblaciones del Sur hacia una crisis de la deuda (1982). Esta crisis de la deuda empieza con una serie de préstamos destinados a permitir al Sur el pago de sus deudas. Pero esta vez, los préstamos acordados están “ligados” a condiciones político-económicas estrictas: sólo reciben el préstamo aquellos que aceptan adoptar una **política de reajuste estructural**. Esta última, orquestada en concierto por el FMI y el Banco Mundial, consiste en hacer adoptar al país que pide el préstamo una política dirigida a resolver sus problemas de déficit, tomando medidas para la utilización del dinero desprendido de esta política. En definitiva, el FMI y el Banco Mundial intervienen directamente en la política económica del país que toma prestado, para asegurarse de que el dinero del Norte sea debidamente reembolsado.

El problema es que esta política de reajuste estructural, preconizada en todo el mundo, se revela ineficaz y creadora de pobreza. En efecto, ésta se limita a un programa estrictamente económico que comporta, en un primer momento, una devaluación de la moneda, una estimulación de las exportaciones y una austeridad presupuestaria –cortes drásticos en los presupuestos sociales, despidos de empleados del sector público, disminución por parte del Estado de los servicios básicos, de salud, de educación, eliminación del control de los precios, de los subsidios, de la inversión en infraestructuras, subida del precio de los carburantes y de los servicios públicos, eliminación de la definición legal de salario mínimo, etc. En la segunda fase del programa, son aplicadas reformas estructurales: liberalización del comercio y del sistema bancario, privatización de las empresas públicas y de la tierra, reforma de la tasación (introducción de un IVA, de una tas sobre las ventas...), desreglamentación del mercado de trabajo, reforma del sistema de pensiones (aplicación de un ahorro por capitalización y de Fondos de Pensiones), etc. En definitiva, al aumentar los precios y disminuir las rentas, la población ve lógicamente aumentar su tasa de pobreza y de exclusión.

Peor aún, los efectos de la política de reajuste estructural, además de empujar a millones de personas a la extrema pobreza, conducen a un nuevo mecanismo de endeudamiento. En efecto, la política de reajuste estructural –basada en la exportación de materias primas-, al haber sido impuesta en todas partes en el Tercer Mundo, ha hecho que los países del Sur se hicieran naturalmente competencia en el mercado mundial; a resultas de eso, este mercado, demasiado lleno de materias primas arrastró a una caída progresiva de sus precios. El Sur se vio así obligado a vender sus riquezas naturales a precios siempre decrecientes, y después a comprar los productos acabados provenientes del Norte, a precios siempre crecientes. De esto resultó

lógicamente un crecimiento del endeudamiento del Sur, que se encuentra hoy en día cuatro veces más endeudado que hace 15 años.

Esta situación insostenible tiene evidentemente incidencias en el conjunto del planeta; en efecto, las empresas del Norte tienen cada vez más dificultad a vender sus productos, realidad que se agravó todavía más desde la crisis asiática. Esta sobreproducción, evidentemente ligada al empobrecimiento de las poblaciones, tiene lógicamente el poder de alterar los beneficios de las empresas. De esto resulta que sus accionistas –especialmente los Fondos de Pensión-, habiendo estado habituados a una tasa de beneficios del 15% en los años 80, se aferran a esta tasa e imponen despidos masivos, para transferir una parte de las rentas del trabajo hacia las del capital. Lo que entraña una pobreza acrecentada en el Norte y un estrangulamiento financiero en el Sur.

Hoy en día, vivimos una nueva crisis de la deuda, proveniente del hecho de que los precios de las materias primas vendidas por los países del Sur en el mercado mundial han bajado considerablemente, mientras que los tipos de interés aplicados por el servicio de la deuda han aumentado. Así, si desde el estallido en 1982 de la precedente crisis de la deuda, los países del Tercer Mundo han devuelto 4 veces lo que debían y se encuentran actualmente 3,5 veces más endeudados que entonces. En efecto, en 1982, la deuda total del Tercer Mundo se elevaba a alrededor de 590.000 millones de dólares, mientras que al final de 1998, alcanzaba 2,03 billones. Esto cuando ha devuelto alrededor de 2,5 billones durante el mismo periodo. Esta situación no impide por otro lado que el Sur, a pesar de las ideas recibidas, transfiera más dinero al Norte de lo que él recibe en contapartida; en efecto, en 1998, el Tercer Mundo devolvió 30.000 millones de más de lo que recibió como nuevos préstamos.