

México depende en gran magnitud del futuro de la economía estadounidense, por lo que es impostergable que se fomente eficazmente la autosuficiencia, la productividad y la política de no atracción de capitales de corto plazo, para resolver problemas de la balanza de pagos y la interdependencia.

La autosuficiencia se incrementará a través del desarrollo de tecnología y técnicas patentables que puedan ser utilizadas para mejorar la calidad de vida de la población, ya sea con apoyo gubernamental o empresarial.

La productividad, entendiéndose ésta como un proceso de continuo mejoramiento de los procesos y mayor aprovechamiento de los recursos, se realiza en tres etapas consecutivas:

- a. Hacer lo mismo con menos (eliminar el desperdicio de tiempo, materiales y esfuerzo).
- b. Hacer más con lo mismo (aprovechar al 100% la capacidad disponible de los recursos).
- c. Hacer más con menos (a través del uso eficiente de la tecnología y los procesos productivos: ahorrar tiempo, materiales y esfuerzo).

La política de no atracción de capitales de corto plazo es necesaria, porque las altas

tasas de interés que hay que pagar por la permanencia de estos capitales en México son incosteables por lapsos de tiempo prolongado y su volatilidad los convierte en un factor desestabilizador de cualquier economía, además de no generar empleos a través de la inversión directa, ni a través del crédito de largo plazo a la planta productiva del país. El desempleo mexicano deriva en migración hacia las grandes ciudades del país o a los Estados Unidos de Norteamérica, subempleo, aumento de la economía subterránea y delincuencia en el peor de los casos. Por lo anterior expuesto debe regularse la entrada y salida de los capitales de corto plazo y no atraerlos deliberadamente, ya que causan más perjuicios que beneficios a la economía de México.

Bibliografía: Juan Castaingts Teillery. «Así vamos... EU: ¿una nueva recesión?». *El Financiero*. México. 17 de febrero de 2000, pág. 37; Erika García. «Se torna riesgoso para Estados Unidos su acelerado crecimiento económico». *El Financiero*. México. 21 de febrero de 2000, pp. 3A y 4A; León Opalín. «Liderazgo mundial de EU». *El Financiero*. México, 28 de febrero de 2000, pág. 75; Alicia, Salgado. «Volatilidad y especulación amenazan el sistema económico mundial: Altvater». *El Financiero*. México, 15 de marzo de 2000, pág. 6. «»

Notas sobre el Sistema Financiero de EE. UU., su papel internacional y su problemática actual

Por Geneviève Marchini

En estas breves notas introductorias, presentaremos el sistema financiero de los Estados Unidos, haciendo especial incapié en las transformaciones que experimentó desde 1980 y en su papel internacional. EE.UU. posee el mercado de capitales más

activo, completo y profundo del mundo: su moneda desempeña un papel internacional destacado y, desde 1983, año en que aparecen los déficit gemelos de las finanzas públicas y de la cuenta corriente, ha sido importador neto de ingentes cantidades de ahorro

externo. Ahora bien, desde inicios de los años 80, tanto en respuesta a un proceso de desreglamentación o liberalización iniciado por las autoridades como debido a los cambios en el entorno macroeconómico internacional, el sistema financiero de los EE.UU. ha experimentado profundas transformaciones. Éstas se tradujeron en la apertura externa del sistema y en la desaparición progresiva de las barreras que separaban los diferentes compartimentos del sistema financiero interno, así como en un dinámico proceso de innovación financiera. Estos cambios, que se iniciaron más temprano en EE.UU. que en el resto del mundo, han encabezado las transformaciones de los mercados financieros internacionales y han reforzado el papel de los intermediarios estadounidenses —bancos y fondos de inversión— que han llegado a dominar las finanzas globalizadas. Se procurará presentar en primer lugar los rasgos esenciales y la evolución del sistema financiero de los Estados Unidos, y se subrayará luego el papel de sus bancos y de sus mercados financieros, resaltándose su importancia internacional. En una tercera parte, se abordarán algunos de los problemas que se plantean en la actualidad a los participantes y a las autoridades estadounidenses, y que tienen repercusiones internacionales.

Rasgos esenciales y evolución del sistema financiero de los Estados Unidos: 1980-2000

El sistema financiero de EE.UU. corresponde históricamente al tipo de sistema anglo sajón, en el cual el financiamiento otorgado por los mercados, mediante la emisión de bonos y de acciones, supera ampliamente los fondos proporcionados por el sistema bancario. En la actualidad, después de las reformas que acentuaron aún más el papel de los mercados y de los títulos negociables, éstos aportan alrededor de 70% del financiamiento total, contra menos de 30% para el crédito

bancario¹. El peso relativo de los mercados de valores en la economía estadounidense queda consignado también en las cifras siguientes: el valor de mercado de las tres principales bolsas de valores (NYSE, NASDAQ y AMEX²) alcanzaba en 1998 148.6% del PIB del país, contra proporciones de 65.7%, 67.8% y 51% respectivamente en Japón, Francia y Alemania, países donde predominaba históricamente el financiamiento bancario (FIBV 2000).

Hasta fines de los años 70, las estructuras financieras, y en especial bancarias, seguían regidas por leyes y reglamentaciones heredadas de los años 30: el acta Glass-Steagall (1933) separaba netamente las actividades de los bancos comerciales (autorizados a recibir depósitos del público) y de los bancos de inversión³. Adicionalmente, los bancos se hallaban sujetos a la prohibición de establecer sucursales en otros estados que su estado de origen, la cual limitaba su expansión geográfica. El inicio de la década de los 80 constituye un hito esencial en la evolución del sistema: luego de un radical giro en la implementación de la política monetaria⁴ (1979), las autoridades iniciaron un proceso de liberalización financiera, que las condujo a autorizar la desreglamentación en materia de instrumentos y operaciones, y a derrumbar las barreras entre los segmentos especializados del sistema. Este proceso incluyó medidas destinadas a recuperar parte de las transacciones que habían abandonado los EE.UU. para establecerse en plazas financieras europeas y *offshore*, como la creación en 1981 de las Facilidades Bancarias Internacionales, y la eliminación, en 1984, del impuesto retenido sobre los rendimientos de depósitos y bonos pagados a no-residentes. A lo largo de los años, la ley Glass-Steagall ha sido progresivamente vaciada de su contenido: en 1999, los bancos comerciales estaban autorizados a realizar hasta una cuarta parte de sus ingresos a partir de la suscripción de emisiones accionarias, y podían negociar con acciones,

vender bonos y seguros (*The Economist*, 1999). En 1994, una reforma legal (la aprobación del *Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act*) permitió la consolidación del sistema al autorizar los bancos a extender redes de sucursales a nivel nacional.

Simultáneamente, la modificación del entorno macroeconómico y, en especial, la mayor volatilidad de tasas de interés y tipos de cambio de las principales monedas⁵, estimularon la creación y el rápido desarrollo de numerosos instrumentos, negociables tanto en bolsas organizadas como en mercados “de mostrador”, en particular bancarios. Los primeros derivados financieros son creados durante los 70 (futuros de divisas y de tasas de interés, entre 1972 y 1975, C. Mansell, 1992) o a inicios de los 80 (opciones sobre futuros de tasas de interés y de divisas, entre 1982 y 1985, *swaps* de divisas, 1981 y de tasas, 1982, *ibid.*), en su mayoría innovaciones provenientes de la plaza financiera de Chicago, donde tenían antecedentes en los mercados de productos primarios. Estos productos van a conocer una expansión muy dinámica desde inicios de los 80 hasta la actualidad. Estas creaciones de instrumentos fueron acompañadas de un movimiento general hacia la *desintermediación*, que constituye, con la desreglamentación y la descompatimentalización, el tercer elemento clave de la nueva configuración financiera⁶. Este retroceso de la intermediación bancaria tradicional se produce tanto a partir de factores relacionados con la demanda de préstamos como debido a la oferta de los propios bancos y tiene como contraparte el fenómeno de *titularización*. Por un lado, los adelantos tecnológicos y la teoría financiera facilitan el acceso directo de las grandes empresas a los mercados, donde éstas pueden financiarse a más bajo costo colocando sus propios títulos; por otro, los bancos experimentan más dificultad en coleccionar depósitos —es decir, fondos relativamente baratos— pues los ahorradores disponen

ahora de una variedad de inversiones alternativas (fondos de inversión en valores, por ejemplo) más redituables; esto, combinado con su precaria situación financiera en los años 80⁷, les incita a disminuir su actividad de préstamo directo, a volver negociables los créditos ya concedidos, y a desarrollar operaciones *fuera de balance*, donde hacen el papel de intermediarios y reciben comisiones para colocar o garantizar los instrumentos negociables emitidos por sus clientes. Por último, en este contexto de creciente predominio de los mercados financieros cabe señalar las mejorías en su reglamentación y supervisión, introducidas en respuesta a las fallas puestas en evidencia por el *krach* bursátil de 1987: en los años siguientes se aplicó un conjunto de reformas que procuraron elevar la transparencia y la confiabilidad de las transacciones, reforzar las exigencias de capitalización de los intermediarios así como su capacidad para tratar grandes volúmenes de órdenes y permanecer en el mercado cuando éste se encuentra en situación de estrés, en especial en el caso de una baja acelerada de los precios.

La banca comercial

Las reformas liberalizadoras y la competencia reforzada de otros intermediarios y de las formas directas de financiamiento han propiciado una profunda reestructuración del sistema bancario de EE.UU. Los años 80 han visto un fuerte aumento de las quiebras bancarias, movimiento que culmina poco antes de 1990, con más de 200 quiebras anuales, y disminuye rápidamente después⁸. Más recientemente, el sector ha sido el teatro de grandes fusiones en la banca comercial: Chase Manhattan (tercer grupo en términos de activos) es producto de la fusión del banco homónimo con Chemical Bank y Manufacturers Hannover; Bank of America (segundo grupo) ha surgido de la absorción de BankAmerica por NationsBank, mientras

CityCorp y Travelers han conformado el primer grupo bancario del sistema, Citigroup (véase cuadro 1), con una capitalización actual que triplica la capitalización agregada de los diez primeros bancos del sistema en 1990 (*The Economist*, 1999). Estos movimientos han reducido el número de bancos existentes, de 14500 a mediados de los 80 a menos de 9000 ahora, a la vez que han elevado el grado de concentración del sistema: hoy día los diez primeros bancos suman las dos terceras partes de los activos del sistema, contra la mitad en los 70 (*ibid.*). Simultáneamente, la situación financiera de la banca comercial estadounidense ha dejado los números rojos para volverse bastante

bueno⁹, y los *ratings* que las agencias calificadoras atribuyen a sus emisiones han mejorado, sin alcanzar sin embargo los niveles que presentaban en los años 70¹⁰. Esta mejoría es producto a la vez de un esfuerzo de reducción de costos, y de la búsqueda de ingresos, mediante la incursión en actividades más rentables.

De hecho, los bancos han reducido notablemente sus costos, en parte a través de las fusiones, que permitieron consolidar las redes de sucursales, en parte mediante el reemplazo de las sucursales más caras por agencias menos costosas (ubicadas en supermercados, por ejemplo, acompañadas

CUADRO 1

EEUU: Los 10 primeros grupos bancarios (31/12/99)
(activos totales en millones de dólares estadounidenses)

<i>Rango</i>	<i>Nombre</i>	<i>Sede</i>	<i>Activos totales</i>
1	Citigroup Inc.	New York, NY	723,205,000
2	Bank of America Corp.	Charlotte, NC	656,113,000
3	Chase Manhattan Corp.	New York, NY	391,484,000
4	J.P. Morgan & Co. Inc.	New York, NY	284,562,372
5	Bank One Corp.	Chicago, IL	273,008,000
6	First Union Corp.	Charlotte, NC	253,648,000
7	Wells Fargo & Comp.	San Francisco, CA	222,276,000
8	Taunus Corp.	New York, NY	211,666,000
9	Fleetboston Financial Corp.	Boston, MA	187,814,000
10	Suntrust Banks, Inc.	Atlanta, GA	96,040,910

Fuente: Federal Reserve Board, National Information Center (2000).

de cajeros automáticos). Pero es sobretodo a través del cambio en sus actividades que han logrado elevar su rentabilidad. La composición de las actividades de los grandes grupos, Citigroup y Chase Manhattan está ahora muy próxima a la de la banca universal o múltiple, mientras otros bancos se han especializado en determinados segmentos de mercado (tarjetas de crédito para First Union, por ejemplo, banca de menudeo para BancOne, o banca de inversión para J.P.

Morgan). Para el conjunto del sector, las comisiones representan ahora 40% de las ganancias (20% en 1980), y se estima que una mitad es independiente de la situación económica. Quedan por lo tanto una mitad de las comisiones realizadas y todas las actividades de intermediación tradicional que sí dependen del ciclo económico y de la evolución de los mercados, hecho que da la medida de la vulnerabilidad de los bancos

estadounidenses a un cambio de signo en la coyuntura.

Se estima en efecto que, llevados por su búsqueda de mayores ganancias y por el optimismo generado por el auge económico, los bancos han ido aceptando riesgos mayores y tal vez excesivos: en su actividad de intermediación tradicional, sus préstamos se han orientado hacia empresas¹¹ y consumidores de mayor riesgo, más sensibles a un deterioro de la coyuntura económica; simultáneamente, el nivel general de endeudamiento ha ido al alza, tanto para los consumidores como para las empresas¹² (*The Economist, op. cit.*). El cuadro 2 nos muestra el acelerado crecimiento de los créditos y operaciones de arrendamiento vigentes, cuyo monto mensual promedio en 1999 duplica o triplica, según las categorías, el valor correspondiente del año 1985. Asimismo, en sus mercados de mostrador de derivados, la calidad de las contrapartes de los bancos ha ido también disminuyendo¹³. En este sentido, las pérdidas que tuvieron que enfrentar los intermediarios en Rusia y en los préstamos concedidos al *hedge fund* Long Term Capital Management —rescatado *in extremis* por una operación arreglada por la Reserva Federal— muy bien podrían constituir ejemplos de las probables consecuencias de esta elevación del grado de riesgo de las operaciones bancarias, cuando se termine el auge económico en el país.

Los mercados financieros

Ahora bien, si los bancos comerciales estadounidenses son poderosos, es sin embargo a través de sus mercados financieros, de sus bancos de inversión y de sus fondos de inversión en valores que se afirma el predominio mundial de las instituciones financieras del país. Así, EE.UU. posee los dos mercados accionarios más importantes del mundo, la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE) y el NASDAQ, cuya capitalización sobrepasa de lejos la de los demás mercados (véase gráfico

1). Una situación similar prevalece en los mercados de bonos, donde las emisiones domésticas vigentes han progresado a un ritmo más sostenido en los EE.UU. que en el resto del mundo, y prácticamente duplicaban en 1998 el valor conjunto de las emisiones europeas y japonesas (gráfico 2). Por otro lado, en el caso de las emisiones internacionales de bonos, el dólar ha seguido siendo la moneda más utilizada, y ha incluso ganado terreno frente a las demás divisas (véase cuadro 3), si bien sólo 24% de los montos existentes de títulos internacionales de deuda a fines de diciembre de 1999 habían sido emitidos en los EE.UU. (calculado a partir de BIS, 2000, p. 21).

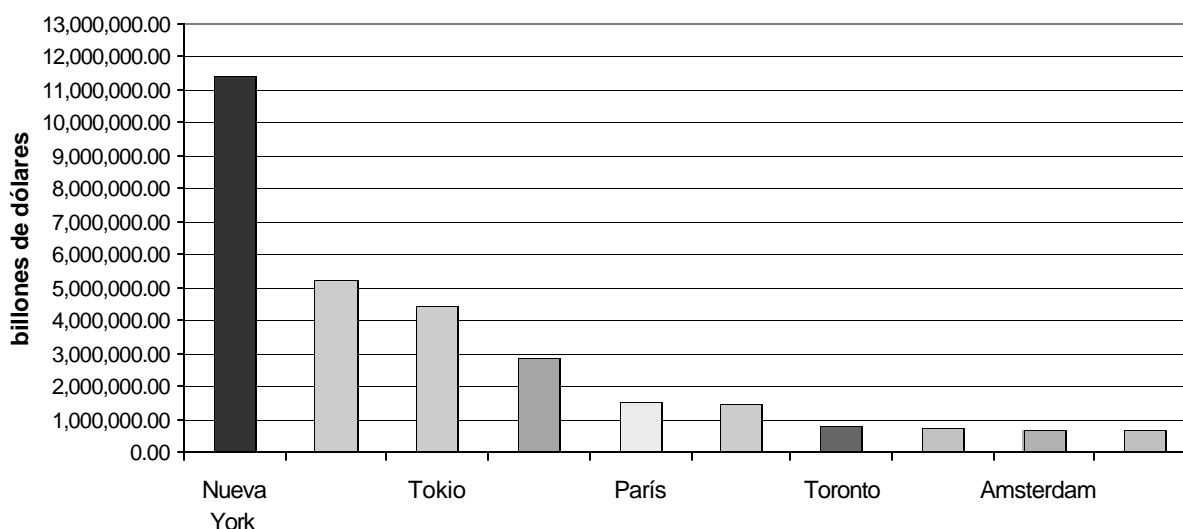
En los mercados de derivados financieros, de rápido crecimiento, las bolsas estadounidenses consideradas en conjunto siguieron predominando en 1999 sobre sus contrapartes europeas o asiáticas, si bien enfrentaron una creciente competencia europea; el CBOE (*Chicago Board Options Exchange*) y AMEX establecieron su primacía en el segmento de opciones accionarias (tanto por el número de contratos como por el valor notional), el CBOE y el CBOT (*Chicago Board of Trade*), en las opciones sobre índices accionarios, y esta última bolsa, en los futuros sobre índices accionarios. En otros mercados, como el de opciones y futuros sobre títulos de deuda pública, un competidor europeo más adelantado tecnológicamente, el EUREX alemán arrebató en 1999 el primer lugar en futuros al CBOT, que conserva, si bien con un volumen de actividad disminuido en relación al año 1998, su primer puesto en opciones. De hecho, el EUREX fue en 1999 la bolsa de derivados más activa del mundo (379 millones de contratos), delante de las tres grandes plazas de Chicago, el CBOT (255 millones), el CBOE (254 millones) y el CME (*Chicago Mercantile Exchange*, con 200 millones, BIS, *op. cit.*), lo cual nos da una medida de la competencia que éstas enfrentan. Finalmente, cabe completar esta escueta presentación con algunas

CUADRO 2
 EE.UU., bancos comerciales: crédito y arrendamiento financiero, 1985-99
 (promedios mensuales en billones de dólares)

Año	Total	Comercial e industrial	Hipotecario	Consumo	Otros
1985	1471.40	505.70	432.30	296.60	236.80
1986	1599.90	541.90	500.80	316.10	241.10
1987	1718.00	570.50	590.70	330.20	226.60
1988	1868.40	611.40	674.70	354.90	227.50
1989	2020.10	643.00	770.60	375.40	231.10
1990	2117.70	645.80	857.90	380.90	233.10
1991	2111.90	624.30	883.70	363.80	240.20
1992	2115.10	600.60	906.00	356.20	252.30
1993	2201.10	591.30	947.70	387.70	274.40
1994	2383.00	651.40	1011.00	448.10	272.5
1995	2621.40	725.10	1090.00	491.30	315.00
1996	2784.10	789.00	1141.80	512.50	340.70
1997	3018.80	856.30	1247.40	502.40	412.60
1998	3322.20	952.60	1338.10	497.80	533.70
1999	3515.10	1008.10	1471.60	495.60	539.80

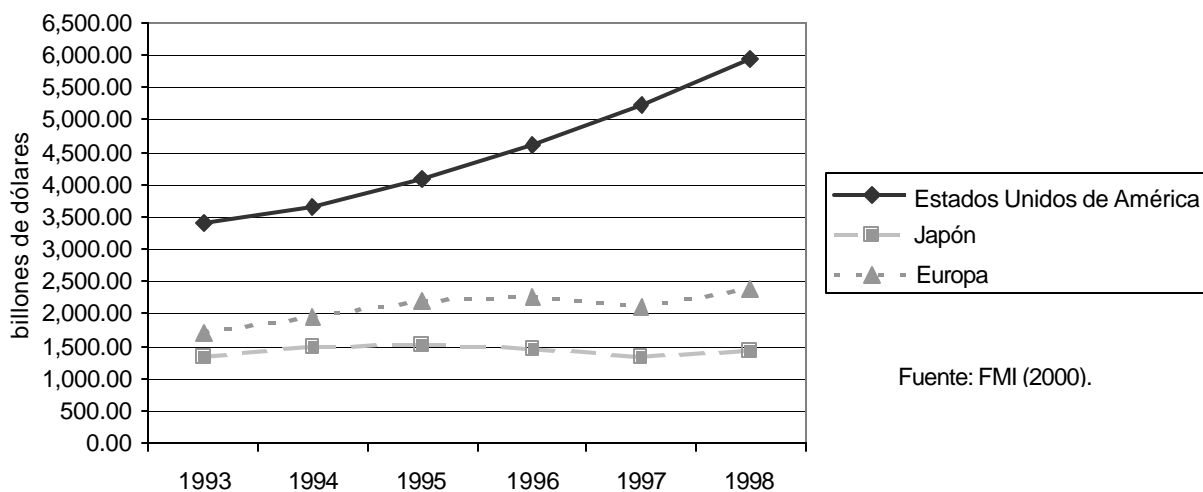
Fuente: Economic Report of the President (2000), tabla B-70.

Gráfico 1
Los diez primeros mercados accionarios del mundo
 (capitalización de mercado en billones de dólares)



Fuente: FIBV, International Federation of Stock Exchanges (1999).

Gráfico 2
Montos vigentes de títulos de deuda privada interna en países industrializados



Fuente: FMI (2000).

CUADRO 3
Emisiones vigentes de títulos internacionales de deuda
(billones de dólares y porcentajes)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	QI
Total	2,027.10	2,400.00	2,720.10	3,146.50	3,506.60	4,316.10	4,446.40	
Composición porcentual								
Dólar	41.08	37.49	35.65	39.14	44.50	45.68	47.46	
Yen	13.21	16.16	16.58	15.27	13.10	11.29	10.30	
Libra esterlina	7.60	7.40	6.81	7.49	8.01	7.93	7.92	
ECU/euro	4.56	3.78	3.30	2.35	1.84	3.65	26.82	
Otros	33.52	35.15	37.64	35.72	32.52	31.43	7.48	
Total	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	

Fuente: FMI (2000).

referencias al papel de los intermediarios estadounidenses en las finanzas mundiales; en el sector de banca de inversión, donde entrar resulta sumamente difícil y costoso para nuevos competidores, la cúpula se compone de tres instituciones originarias de este país,

Merrill Lynch, Goldman Sachs y Morgan Stanley Dean Witter, y en lo que concierne los fondos de inversión, fondos de pensiones y fondos especulativos, es también muy clara la primacía de los grandes fondos estadounidenses¹⁵.

Ahora bien, desde inicios de los 80, y más aún en los últimos años de la década de los 90, los principales índices accionarios estadounidenses, el índice *Standard & Poor's 500*, el *Dow Jones Industrial Average*, y sobre todo el principal indicador del NASDAQ, afuente componente de valores representativos de empresas de nueva tecnología, han mostrado un alza sostenida, interrumpida solamente por episodios como el desplome bursátil de octubre de 1987 o la crisis asiática de 1997-1998. La fuerza de esta tendencia alcística, su carácter prolongado y el comportamiento de algunas razones financieras clave, que se han alejado sustancialmente de sus rangos "históricos", han llamado poderosamente la atención tanto de analistas como de la autoridades, y han hecho temer la existencia de una "burbuja" financiera; en otras palabras, una elevación especulativa de los precios, en absoluto justificada por los "fundamentales" de las empresas: desde fines de 1996, Alan Greenspan ha formulado advertencias repetidas acerca de la "exuberancia irracional" de los mercados, que no han ejercido mucha influencia. La magnitud del daño que el estallido de una burbuja de esta naturaleza pudiera significar, tanto para la economía de los Estados Unidos como para la economía mundial, sugiere que nos detengamos para analizar este fenómeno.

Al examinar más detenidamente las causas probables del alza de las cotizaciones accionarias, podemos por un lado encontrar elementos que sugieren la existencia de un cambio estructural en la demanda de títulos: los procesos a los cuales hemos hecho referencia, la desintermediación y el desarrollo de nuevas modalidades de inver-

sión en títulos, disponibles hasta para inversionistas pequeños y medianos —a través de los fondos de inversión—, aunados al surgimiento de una nueva "cultura financiera" más sofisticada, en la cual se privilegia el rendimiento, han desplazado hacia arriba la función de demanda de acciones. Por otro lado, esta demanda ha sido dinamizada por el extraordinario auge económico que vive el país desde mediados de los 90, y por las expectativas de mayores ganancias generadas por la "nueva economía" vinculada a Internet. Ahora bien, estas explicaciones difícilmente pueden dar cuenta de la totalidad del alza desmesurada de los índices accionarios, y el comportamiento de algunas razones financieras parece sugerir una fuerte

sobrevaluación de las cotizaciones: en 1999, el valor accionario de las empresas que componen el índice *Standard & Poor's 500* equivalía a más de 9 veces su valor en libro (contable) y más de 30 veces sus ganancias (FMI, *op. cit.*, gráfico 2.9, p. 34); este último múltiplo alcanzó el año pasado un máximo de 42 y se encuentra actualmente en un nivel de 34 (D. Cohen, 2000). Ambos indicadores superan con mucho los niveles *record* de 1929 y duplican sus promedios históricos.

El "aterrizaje" de la economía de EE.UU. y el sistema financiero

En síntesis, el auge de la economía estadounidense en los años 90 ha estado acompañado, como suele ocurrir, de una euforia financiera, que implicó, por una parte, un endeudamiento sostenido de empresas y familias, y por otro lado, una elevación sin precedente de las cotizaciones accionarias. A nivel macroeconómico, el desequilibrio

En 1999, el valor accionario de las empresas que componen el índice *Standard & Poor's 500* equivalía a más de 9 veces su valor en libro (contable) y más de 30 veces sus ganancias

entre el insuficiente ahorro generado internamente y la inversión, con su contraparte en las cuentas externas, el déficit de la balanza comercial, implica que EE.UU. es, desde hace ya casi veinte años, el primer importador neto de capitales: el país ha seguido exportando más capitales, pero sus importaciones de fondos han ido creciendo con mayor rapidez, hasta representar en promedio 7% del PIB entre 1995 y 1998 (Executive Office of the President, 2000, p. 206), y una proporción nada desdeñable de los excedentes mundiales ha sido aspirada de esta manera hacia su sistema financiero. En 1997-98, mientras la crisis asiática estaba en pleno desarrollo y los capitales buscaban invertirse de manera más segura (en una “fuga hacia la calidad”), las entradas de fondos han alcanzado sus niveles máximos (200 billones de dólares en 1998, *ibid.*). Se estima que esta mayor liquidez benefició a la economía estadounidense al alimentar aún más la demanda interna de bienes a crédito, y compensó el efecto recesivo proveniente de la caída de las exportaciones del país hacia las economías en crisis (Van Wincoop & Yi, 2000).¹⁶

Ahora bien, el temor hacia un sobrecalentamiento económico y una consecuente aceleración inflacionaria han inducido a las autoridades monetarias a iniciar un intento de “aterrizaje suave” de la economía norteamericana: desde junio de 1999, ha sido elevada en varias oportunidades la tasa de los fondos federales, encareciéndose en general el costo del dinero en los EE.UU. Por otro lado, un proceso de “corrección” de los precios de los valores “tecnológicos” está en curso desde abril de 2000, lo que ha implicado hasta ahora (junio) una pérdida de más de 30% de su valor máximo para el índice principal del NASDAQ. ¿Cuáles serán las repercusiones de la futura desaceleración económica y de la reducción de la burbuja en el mercado accionario? En primer lugar, cabe destacar que ambos fenómenos representan una especie de “prueba del fuego” para los

intermediarios y los mercados del país: la calidad de los modelos bancarios de análisis de riesgo y el alcance de las mejoras aportadas a la transparencia de los mercados y a su funcionamiento en momentos de ventas masivas estarán puestos a prueba. Resulta obvio que se producirá una elevación de los créditos de mala calidad del sistema bancario —de hecho, éstos ya se encuentran al alza, pero es sobre todo con la finalización del auge económico que los préstamos dudosos van a aparecer—, mas la pregunta pertinente en este caso es ¿en que proporción? Este mayor o menor deterioro de la cartera bancaria llevará a una restricción y a un encarecimiento del crédito que constituyen una correa de transmisión hacia la economía real, con una consecuente reducción de la tasa de crecimiento del consumo y de la inversión. En cuanto a los mercados accionarios, una rápida caída de los precios tendría consecuencias internacionales inmediatas, a través de los efectos de contagio que se desparramarían sobre las bolsas mundiales. En el plano doméstico, se estima que sus efectos negativos se ejercerían directamente sobre la demanda, a través de un “efecto riqueza” negativo¹⁷ que reduciría el consumo, y de la disminución de la confianza en el sector empresarial. Pero los efectos indirectos, canalizados a través del sistema financiero, pueden ser aún más dañinos. Los analistas del FMI (FMI, 1999) consideran que el grado de riesgo sistémico es bastante mayor ahora que antes, pues la exposición de los bancos comerciales al riesgo de mercado se ha elevado notablemente, en razón de los préstamos hechos a intermediarios bursátiles y de la participación directa de los bancos en los mercados de derivados. En síntesis, el conjunto de estos efectos, cuya fuerza relativa resulta muy difícil de apreciar de antemano, puede implicar consecuencias bastante recesivas tanto para la economía de EE.UU. como para la economía mundial. Es solamente a través de una crisis como ésta que sabremos si la nueva estructura financiera de los EE.UU. no conlleva riesgos y costos superiores a sus beneficios.

Notas

1. Estas proporciones son inversas en Europa continental, mientras que en Japón la intermediación bancaria predomina aún más.
2. NYSE es la sigla representativa de la Bolsa de Valores de Nueva York, NASDAQ es un sistema de cotación automatizado regido por la Asociación Nacional de Corredores de Títulos – NASD-, el cual ha fusionado recientemente con el American Stock Exchange (AMEX).
3. El Acta Glass-Steagall se introdujo para proteger los depósitos bancarios y evitar que se reproduzcan los efectos de contagio entre los mercados (bolsa de valores) y el sistema bancario, que amplificaron las consecuencias dañinas del *krach* bursátil de 1929; para ello, se limitaron las actividades autorizadas de los bancos comerciales (en particular, éstos no podían invertir o negociar con títulos) a la vez que se restringió el acceso de los bancos de inversión a los depósitos del público.
4. La política monetaria implementada por la Reserva Federal, orientada a la disminución de la inflación, deja de elegir como objetivo intermedio el control de las tasas de interés para adoptar un objetivo de crecimiento de la base monetaria, dejando fluctuar ampliamente las tasas de interés.
5. La volatilidad de estas variables se elevó a partir de la primera mitad de los 70, con el abandono del sistema de paridades fijas entre las grandes monedas, y se acentúa con el cambio de política monetaria de la Reserva Federal. Recordamos que las elevadas tasas de interés, tanto nominales como reales, que prevalecían en EE.UU. a inicios de los 80, constituyeron uno de los elementos que desencadenaron la crisis de la deuda de los países en desarrollo.
6. Henri Bourguinat (1995). El autor considera que la desintermediación, la desreglamentación y la descompartimen-
talización son las tres condiciones necesarias al surgimiento de las finanzas globales (“la regla de las 3D”).
7. Los bancos están sobrecargados de créditos de dudosa calidad, en razón de la recesión interna y de la crisis de la deuda de los países en desarrollo.
8. En razón de su gravedad, esta ola de quiebras ha requerido una intervención pública, pues los fondos alimentados con las cotizaciones de los bancos fueron rebalsados. Las quiebras no solamente han afectado los bancos sino también a otros intermediarios, como los organismos de ahorro y préstamo
9. En 1998, la razón ROE era de 14% en promedio para el sistema, contra 25% en Gran Bretaña, pero de 10% a 12% en Alemania, Francia e Italia.
10. Ninguna emisión de origen bancario alcanza hoy día la calificación máxima “AAA”.
11. En 1993, 35% de los préstamos se concedían a empresas cuya calificación era inferior al grado de inversión o que no poseían calificación alguna; en 1998, esta proporción se elevaba a 62%.
12. Numerosas empresas importantes han aprovechado el bajo costo del crédito para efectuar operaciones de recompra de sus acciones en bolsa y mejorar así los rendimientos ofrecidos a los accionistas existentes.
13. El *Office of the Comptroller of the Currency*, principal regulador del sistema bancario con la Reserva Federal, ha subrayado estos riesgos crecientes en varias oportunidades.
14. EUREX es una alianza de mercados suizos y alemanes; en el caso que nos interesa aquí, las transacciones se realizan en Alemania.
15. De igual manera, el mercado mundial de la calificación de valores se halla dominado por las grandes agencias de *rating* de los EE.UU., encabezadas por Moody’s y Standard & Poor’s.
16. Para los autores, este fenómeno habría favorecido también a Europa occidental.

Cabe agregar que en EE.UU., estuvo acompañado por una caída adicional del ahorro familiar, ya estructuralmente muy bajo, y de un fuerte deterioro de la balanza comercial.

17. Al disminuir el valor de su patrimonio de títulos, las familias adaptarían su nivel de consumo a lo que considerarían como una pérdida de riqueza.

Fuentes: Bourguinat, Henri (1995): *Finance internationale*, Ed. PUF, París; Cohen, Daniel (2000): "Chronique d'un krach annoncé", *Le Monde*, 1^o de junio; Mansell Carstens, Catherine (1992): *Las nuevas finanzas en México*, IMEF-ITAM-Ed. Milenio, México; *The Economist* (1999): "On a wing and a prayer", A survey of international banking, abril; Van Wincoop, Eric & Kei-Mu Yi (2000):

Asian Crisis post-mortem: where did the money go and did the United States benefit?, Federal Reserve Bank of New York, mimeo.

Fuentes INTERNET: BIS - Banco de Pagos Internacionales (2000): *BIS Quarterly Review - International banking and financial market developments*, <http://www.bis.org>; Executive Office of the President (2000): *Economic Report of the President*, febrero, <http://w3.access.gpo.gov/eop>; Federal Reserve Board, National Information Center (2000): <http://www.ffiec.gov>; FIBV - International Federation of Stock Exchanges (2000): <http://www.fibv.com>; F.M.I. (2000): *International capital markets 1999*, <http://www.imf.org>; F.M.I. (1999): "United States: selected issues", *IMF Staff country report 99/101*, septiembre, <http://www.imf.org>. «»

Evolución de la política agrícola de los Estados Unidos

Por Roberto Hernández Hernández

El gobierno de los Estados Unidos, desde su origen —y aún desde los tiempos de la colonia—, ha tenido una clara política hacia la agricultura. Ésta ha centrado sus esfuerzos en dos aspectos: el estímulo a la producción y la protección del ingreso de los productores. La política agrícola ha sido aplicada a través de políticas específicas; a saber:

Política de desarrollo

Esta política se concentra en el mejor aprovechamiento de uno o más recursos productivos, como la incorporación de nuevas áreas de cultivo (en especial en los tiempos que se amplió la frontera agrícola y se incorporaron nuevas áreas al cultivo), la introducción de nuevas tecnologías y formas de administración. Las obras de infraestructura realizadas por el Estado son un claro ejemplo de la concreción de la política de desarrollo agrícola. Con estas

obras el Estado facilitó el desarrollo del campo abatiendo los costos, tanto para el acceso a los insumos como para la venta de los productos agrícolas.

Entre las acciones específicas emprendidas se encuentran: la construcción de aproximadamente 5,000 kilómetros de canales, realizada entre 1815 y 1840; la aprobación de la Ley de Administración de la Electrificación Rural de 1936, y el proyecto de construcción de más de 68,000 kilómetros de supercarreteras interestatales y de defensa, autorizado en 1956. El apoyo público a la educación, investigación y extensionismo agrícola ha representado una contribución directa al desarrollo de la agricultura.

Posiblemente la acción de desarrollo rural más exitosa y ampliamente reconocida, de la etapa del *New Deal*, fue la Administración de la Electrificación Rural. En 1933, antes de su organización, el 90 por