
La globalización y la internacionalización de los mercados de valores

Gerardo Serra Puente-Arno
Abogado.

Generalmente, los términos “globalización” e “internacionalización” son usados como sinónimos. Sin embargo, estos conceptos, en estricto, definen realidades y fenómenos distintos. En tal sentido, la internacionalización es un proceso que se refiere a la apertura de las economías nacionales, mientras que la globalización (o la mundialización) alude a la integración de éstas en un espacio mayor, lo que implica el cuestionamiento parcial o total de los factores que fundamentan la existencia de las economías nacionales⁽¹⁾.

El estudio de las relaciones entre las distintas “economías nación” o “unidades económicas homogéneas” es realizado por la economía internacional, mientras que “hablar de economía mundial o global entraña matizar o incluso cuestionar ese tipo de análisis. Las fronteras políticas ya no corresponden a las económicas y los mercados desbordan las naciones⁽²⁾”.

En consecuencia, la globalización de los mercados de valores, o la globalización financiera en términos más amplios, como fenómenos nuevos aluden a espacios físicos integrados o en búsqueda de integración, a diferencia de la internacionalización, que tiene como premisa al concepto tradicional de

economía internacional, concepto que alude a espacios o mercados no integrados correlativos al concepto de nación (“una moneda, un espacio territorial y un conjunto de reglas e instituciones”)⁽³⁾.

Si bien ambos conceptos parten de premisas teóricamente distintas existe entre ellos un punto de convergencia. De allí que, Dabat considere que la globalización puede definirse como la “forma de organización del espacio mundial que resulta de la interacción de diferentes procesos de internacionalización⁽⁴⁾”. Así por ejemplo, una oferta pública de valores en el Perú de una persona jurídica constituida en el exterior o una oferta pública de valores en el exterior por parte de una empresa constituida en el Perú, son supuestos referidos al fenómeno de la internacionalización de los mercados de valores. Pues son estos casos de internacionalización, entre otros, los que teniendo como premisa la existencia de mercados segmentados o naciones (contrarios a un mercado integrado o global), su suma o su multiplicación infinita y continua llevan a una forma de organización del espacio mundial que puede considerarse global o globalizado.

Del párrafo anterior se deriva que la globalización, si bien teóricamente intenta construir un mercado

(1) GUILLÉN ROMO, Héctor. *Globalización Financiera y Riesgo Sistémico*. En: *Comercio Exterior*. México, vol.47, No.11, 1997. p.870 y ss. Este autor, además, señala que “la mundialización” (globalización) entraña una ruptura con respecto al movimiento de internacionalización, pues significa la desaparición de la economía internacional como principio de organización de la “economía mundo”.

(2) Ibid.

(3) Ibid.

(4) DABAT, Alejandro. *Tendencias y perspectivas de la economía mundial*. En: *Comercio Exterior*. México, vol.47, No.11, 1997, p.859.

mundial no abandona, por lo menos en la etapa actual, llena de procesos de internacionalización, la noción de nación. Es por ello que Dabat señala que “la globalización de los años noventa no eliminó el papel de las naciones como células básicas de la organización internacional. Las naciones siguieron siendo los espacios fundamentales de la organización político-social y de la regulación pública, así como los ámbitos principales del intercambio mercantil (en el sentido de que la mayoría de las transacciones económicas se siguen realizando dentro de las fronteras nacionales y traduciéndose en sistemas específicos de valores y precios)⁽⁵⁾”. Sin embargo, este proceso ya de por sí “afectó en forma decisiva la autonomía y la integridad de los estados nacionales en varias cuestiones fundamentales al subordinarlos a los eslabonamientos, redes y circuitos económicos internacionales, a la lógica económica de la globalización, a la reducción de la importancia del tamaño de los mercados internos nacionales en favor del acceso directo al mercado mundial globalizado (...) o de espacios multinacionales más amplios, como los nuevos bloques comerciales⁽⁶⁾”.

Desde esta perspectiva, la globalización encierra actualmente un concepto relativo o un modelo no puro. Un modelo puro supondría, en opinión de Guillén Romo⁽⁷⁾, entre otros elementos, que el producto sea global o universal, es decir, susceptible de ser identificado y demandado a escala mundial por el consumidor; que las tasas de interés real fuesen idénticas a todos los países; que en la totalidad de éstos el ahorro nacional dejara de estar vinculado a la inversión nacional; que las empresas multinacionales se desprendiesen de su base local; que los movimientos de capitales escapasen a las preferencias nacionales; y, que los países perdiesen el control de su moneda. La ausencia de preferencia operacional por el país o por la zona de implantación originaría una nueva lógica en la economía internacional, la misma que dejaría de

ser una relación basada entre entidades nacionales independientes para convertirse en una economía global.

Igualmente, en la actualidad, los capitales no son perfectamente movibles ni perfectamente sustituibles. La desregulación financiera y el progreso técnico han mejorado la transmisión de las órdenes y con ello se ha dado mayor fluidez al capital, pero persisten importantes obstáculos a la movilidad, como los costos de transacción, los gastos de conversión en monedas, los impuestos sobre las operaciones y las reglamentaciones, entre otros. Todo esto impide la sustituibilidad perfecta y la integración financiera total⁽⁸⁾.

En este orden de ideas, tanto la globalización como la misma internacionalización constituyen típicamente tendencias y no situaciones de hecho acabadas, aun cuando la globalización financiera a la que se ha llegado en la presente década ya de por sí constituye un avance importante al respecto. Esta globalización real o relativa se explica por una serie de factores, los mismos que pueden también considerarse tendencias. Ellos son:

1 La desintermediación.

Fenómeno que se refleja en el predominio de los mercados de capitales como mecanismo de asignación de recursos y financiamiento de las empresas. En este sentido, las empresas acuden a las finanzas directas, es decir, directamente a los agentes superavitarios (mercado de intermediación directa), sin pasar por un intermediario normalmente bancario (mercado de intermediación indirecta), a través de una emisión de valores o en general de instrumentos financieros, lo que permite bajar los costos de intermediación. Verchik, lo llama “desbancarización del crédito”, definido como aquel proceso “que permite a las

(5) Al respecto, resulta paradigmático reproducir parte del numeral 9 del preámbulo de la actual Ley del Mercado de Valores española en el que se señala lo siguiente: “La ley parte del irrenunciable principio de unidad del orden económico y del sistema financiero nacional, del que el mercado de valores constituye pieza esencial. Responde a la necesidad de organizar el mismo como un mercado único, condición inexcusable para su eficiencia y para su competitividad en el plano internacional. Resultaría inadecuada una solución que encaminase hacia un modelo territorialmente fragmentado, sobre todo si se tiene en cuenta el contexto europeo en el que se mueve la economía española. Por ello las bolsas de valores se conciben como piezas de un mercado de valores único e integrado”.

(6) DABAT, Alejandro. Op.cit.; p.861.

(7) GUILLÉN ROMO, Héctor. Op.cit.; p.872.

(8) Ibid.; p.873.

empresas sustraerse de la intermediación de los bancos para obtener recursos mediante tasas más baratas recogidas en el Mercado de Capitales y ahorrándose el *spread* bancario⁽⁹⁾”.

2 La descompartmentalización de los mercados.

Se refiere a la paulatina eliminación de las fronteras que antes separaban a los mercados. Se trata de un doble proceso: la apertura de la economía interna a la influencia exterior de otros mercados, y la apertura de las economías internas hacia el exterior. La interrelación de estos procesos da como resultado que las barreras internas desaparezcan y los mercados monetarios (dinero a corto plazo), de capitales (a largo plazo), de cambios (intercambio de monedas) y a futuro, entre otros, se unifiquen. Como consecuencia de ello, estos mercados particulares son subconjuntos de un mercado financiero global de carácter mundial, es decir, un megamercado financiero global, en los cuales los inversionistas buscan los mejores resultados pasando de un valor a otro, de una moneda a otra, etc.⁽¹⁰⁾.

3 La desreglamentación o desregulación de los mercados.

La desreglamentación o desregulación, “es la eliminación, modificación o simplificación, por parte de los poderes públicos, de aquellas normas (leyes, reglamentos, etc.) o trámites administrativos que de alguna manera limiten, condicionen o restrinjan la iniciativa y el desarrollo de las actividades de contenido económico tanto públicas como privadas. O, dicho de otra forma, es la eliminación de limitaciones estatales a la entrada, ejercicio de la actividad o salida en un determinado ámbito de la actividad económica⁽¹¹⁾”.

Como parte de la tendencia a la desregulación de los mercados de valores de Europa y Norteamérica,

iniciada a finales de la década del setenta y continuados en la década de los ochenta y noventa, se produjo la abolición de la reglamentación de cambios en estos países, destacando al respecto el desmantelamiento de los sistemas nacionales de control de cambios de los países europeos en el marco de la creación del mercado único de capitales en 1990. Todo ello facilitó la circulación internacional del capital, la aceleración de la movilidad geográfica de los capitales y una mayor sustituibilidad entre los instrumentos financieros⁽¹²⁾.

No obstante las ventajas que ofrece la globalización, también puede originar tres problemas; la desconexión de las finanzas con respecto a la economía real (...), la financiarización del tipo de cambio (...) y el surgimiento de nuevos riesgos individuales

4 La institucionalización de los mercados de valores.

Se refiere al hecho que los inversionistas institucionales (fondos de pensiones, fondos mutuos de inversión en valores, etc.) han pasado a dominar el escenario de la inversión en los mercados de valores sobre los inversores individuales. Ello ha favorecido los procesos de internacionalización puesto que los inversionistas institucionales son más propensos a transferir fondos hacia mercados extranjeros con el objeto de mejorar la diversificación de sus carteras y/o beneficiarse de la infravaloración de cualquier activo financiero⁽¹³⁾.

Como ventajas importantes de la globalización para el mercado de valores puede señalarse, entre otras, las siguientes⁽¹⁴⁾:

(9) VERCHIK, Ana. *Mercado de Capitales*. Buenos Aires: Macchi, 1993. p.12.

(10) La noción de “descompartmentalización de los mercados” ha sido desarrollada por GUILLÉN ROMO, Héctor. Op.cit.; p.871.

(11) SALINAS ADELANTADO, Carlos. *Desregulación y neoregulación en el mercado de valores*. En: *Revista de Derecho Mercantil*. Madrid, No.224, Abril-Junio, 1997. p.713.

(12) GUILLÉN ROMO, Héctor. Op.cit.; p.872.

(13) CACHÓN BLANCO, José Enrique. *Activos y Mercados Financieros. Las Acciones*. Madrid: Pirámide, 1996, pp.34 y ss.

(14) LAVADO MONTES, Hugo. *Los desafíos de la globalización en el mercado de valores chileno*. En: *Valores*. Lima, No.14, Octubre 1993. pp.39 y ss.

1) Las nuevas posibilidades de financiamiento, pues las empresas pueden acceder, en un contexto de mercado globalizado, a otros mercados con el fin de obtener fondos a través de la emisión de sus propios valores;

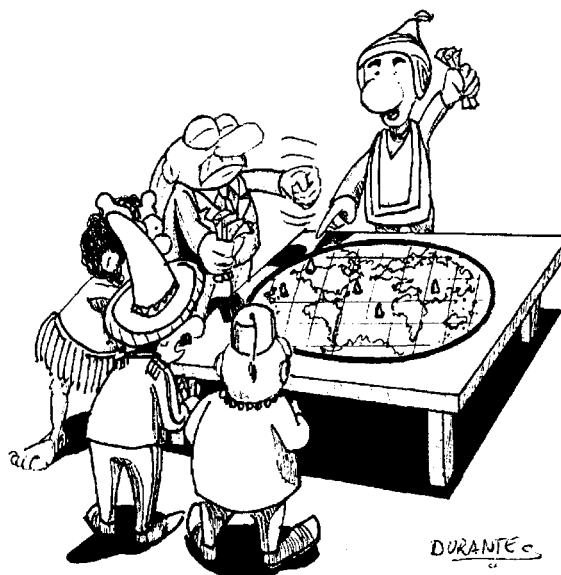
2) Las nuevas alternativas de inversión, que permite tanto a los inversionistas individuales como a los institucionales acceder a un abanico más amplio de inversiones disponibles en otros mercados, favoreciendo la diversificación de sus portafolios; y

3) La mayor disponibilidad de servicios financieros anexos al proceso de financiamiento-inversión, que favorece el aprovechamiento por parte de los mercados internos de las experiencias de otros mercados más desarrollados.

Además, desde un punto de vista estrictamente regulatorio o normativo, la globalización tiene sus propias ventajas; pero paradójicamente no con la creación de una regulación global o supranacional sino mediante la adecuación de las distintas normas nacionales (lo que se explica por la pervivencia de los estados-nación) a determinados estándares considerados internacionales, y que generalmente emanan de la normatividad de los países con mercados nacionales desarrollados o tradicionales. La adecuación y la homogeneización (o armonización) principalmente incide en temas como las reglas de conducta, las normas de transparencia, la autorregulación, las ofertas públicas de valores, los sistemas de liquidación y compensación de valores, los regímenes de supervisión, los nuevos instrumentos financieros, las normas mínimas de solvencia y profesionalidad de los participantes permanentes en el mercado (intermediarios, clasificadoras de riesgo, etc.). Cabe precisar, al respecto, que resultan de especial relevancia, en pro de la homogeneización, los esfuerzos de la Unión Europea, la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV) y el Comité de Basilea⁽¹⁵⁾.

Los beneficios que depara la internacionalización y la globalización, en opinión de Martín Redrado, quien

fue Presidente de la Comisión Nacional de Valores de Argentina,⁽¹⁶⁾ deben ser aprovechados por los países con mercados emergentes⁽¹⁷⁾ para su desarrollo económico. Para ello Redrado propone que estos países tengan una firme estrategia de internacionalización mediante la cual busquen construir una imagen internacional confiable en base a la estabilización económica y la modernización del marco normativo del mercado interno. Con este objetivo, se debe establecer “una cabecera de playa”, principalmente, a través de la colocación exitosa de ADR’s en el mercado norteamericano por parte de las empresas representantes de esos mercados emergentes; que sirva como una carta de presentación para posteriormente, revertir el proceso y lograr que las empresas norteamericanas o de otros países se presenten a cotizar al mercado de origen que diseñó la estrategia.



No obstante las ventajas que ofrece la globalización, también puede originar tres problemas importantes⁽¹⁸⁾: **la desconexión de las finanzas con respecto a la economía real**, lo cual se manifiesta en

(15) *Ibid.*; p.45.

(16) REDRADO, Martín. *Una estrategia para el desembarco en valores*. Lima, No.14, Octubre 1993. pp.22 y ss.

(17) Generalmente, mercado “emergente” es un concepto que se usa en contraposición al de mercados “tradicionales”, como los de Nueva York, Londres, etc.

(18) En las siguientes líneas seguiremos al desarrollo realizado por GUILLÉN ROMO, Héctor. *Op.cit.*; pp.873 y ss.

el desarrollo de la esfera financiera sin relación alguna con el crecimiento mucho más débil de la esfera productiva; **la financiarización del tipo de cambio**, que en forma similar al anterior caso significa una desconexión de los mercados cambiarios con la producción; y **el surgimiento de nuevos riesgos individuales**. Estos riesgos individuales pueden ser dos: de volatilidad y de contrapartida. Los primeros conciernen a las tasas de interés, los tipos de cambio y los precios de los activos financieros en bolsa; y han venido aumentando considerablemente como resultado de la flotación de las monedas, el papel privilegiado de las tasas de interés como instrumento de política monetaria y la creciente especulación en los mercados bursátiles. Los riesgos de contrapartida son los vinculados a la falta de pago y la insolvencia de los prestatarios.

A estos riesgos hay que agregar el llamado riesgo sistémico global, vinculado al sistema mismo y que, por tanto, no puede diversificarse. Su dinámica tiene como origen la incertidumbre en cuanto al ajuste de ciertos precios (tipo de cambio, tasa de interés, precios de los activos) y genera determinados comportamientos no necesariamente racionales desde un punto de vista económico, como el imitativo (fenómeno en el cual los agentes competitivos tratan de anticipar las reacciones de los otros normalmente a través de la imitación de los supuestamente mejor informados lo cual lleva a la polarización de las opiniones y a su vez, éstas a la “formación de burbujas especulativas que terminan por estallar convirtiéndose en *cracks* bursátiles o en crisis monetarias”); la desconfianza generalizada (que se manifiesta en fuertes dudas sobre

la capacidad de los bancos y una exacerbada preferencia por la liquidez provocando pánicos bancarios) y la ceguera frente al desastre. Todos estos comportamientos tienden a generalizarse o se asiste a un fenómeno de contagio, en determinadas circunstancias, llevando a una crisis bancaria y financiera, ocasionada casi en todos los casos por una carrera a la liquidez (retiro de depósitos del sistema bancario, ventas de activos financieros o valores en las bolsas para recuperar la inversión).

El *crack* bursátil del 19 de octubre de 1987⁽¹⁹⁾ y la crisis mexicana de 1994 -1995 han probado que no es suficiente, frente al riesgo endémico el establecimiento de coeficientes prudenciales. Para superar estas crisis se necesitó la intervención del llamado “prestamista de última instancia” el cual tiene como finalidad asegurar la liquidez del sistema, es decir, asegurar la existencia del dinero impetuosamente demandado ante una crisis. Las crisis fueron superadas, en el primer caso, por la intervención de la Reserva Federal de Estados Unidos, mientras que en el segundo caso intervino este mismo país, el FMI y el Banco de Pagos Internacionales con un crédito de 50 000 millones de dólares.

La crisis asiática y rusa, la recesión en Japón, así como la reciente crisis brasileña y el clima de incertidumbre en los mercados financieros internacionales que estas han provocado, se traducirán en una escasez de capital global destinado a los países emergentes originando con ello un considerable aumento del costo de crédito local en los próximos meses⁽²⁰⁾; lo que sigue haciendo dudar de los beneficios de la globalización. ^{AB}

(19) Para un estudio de las causas de esta crisis, véase MALKIEL, Burton. *Un paseo aleatorio por Wall Street*. Madrid: Alianza Editorial, 1992. pp.190 y ss. También puede verse, CACHÓN BLANCO, José Blanco. *Op.cit.*; pp.92 y ss.

(20) En este sentido se pronuncian ING Barings y Santander Investment. PromPerú (Comisión de Promoción del Perú) *Analysts' view on the Peruvian economy*. Diciembre 1998. p.vii.