

18



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO

FACULTAD DE ECONOMIA

GLOBALIZACION FINANCIERA:
EVOLUCION Y CONSECUENCIAS DE LA CRISIS
FINANCIERA INTERNACIONAL 1997-1999

T E S I S

QUE PARA OBTENER EL TITULO DE:
LICENCIADO EN ECONOMIA
P R E S E N T A :
GABRIEL ALEJANDRO BECERRIL PARREÑO



DIRECTOR DE TESIS: LIC. JOSE ISAIAS MORALES NAJAR

MEXICO, D.F.

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

2002



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

Paginación Discontinua

EN MEMORIA:

JUAN RAMÓN PARREÑO MALDONADO †

Te extraño mucho, porque hiciste por mi mas que nadie y significas para mi mas que cualquier otra persona en el mundo. Te agradezco tanto haber sido mi PADRE y compartir tu vida conmigo, siempre me hiciste feliz. Me enseñaste a valorar y apoyar a mi familia, sin hipocresías y sinceridad. Al verte todos los días trabajando duro, supe que solo así podría llegar a ser alguien. Se que me oyes y me ves desde alguna parte y se que estas orgulloso. A diario estas en mi mente y en mi corazón. Te extraño mucho.

**A MI MADRE
MAGDALENA PARREÑO MALDONADO**

Oyes con la sensibilidad necesaria para escucharme de verdad, miras con la profundidad necesaria para verme de verdad y siempre encuentras el modo de hacerme sentir importante para ti. Se que comprendes que me hacen falta las palabras para agradecerte todo lo que me has dado, esto es solo una parte de una vida de logros que te ofrezco en recompensa a tu amor y todos tus sacrificios. TE QUIERO

AL SR. ESTEBAN VERA

Gracias por su apoyo incondicional y el apoyo que le he dado a la persona mas importante de mi vida

**A MI ABUELITA MECHE
MERCEDES MALDONADO SILVA**

Gracias por estar siempre a mi lado, por compartir conmigo muchos momentos. Gracias por cuidarme en todo momento. Siempre he estado orgulloso de ti por que sea como sea lograste darle los mejores valores y principios a mi madre, por tu buen corazón y tus atenciones, te respeto y te quiero de una forma muy especial. TE QUIERO MUCHO ABUELITA.

**A MIS HERMANOS
JESÚS ESTEBAN PARREÑO Y MARTHA PATRICIA ESTEBAN PARREÑO**

No les hablo muy a menudo del valor que tienen ustedes en mi vida, sepan que son especiales y que con esfuerzo y dedicación se pueden lograr muchos deseos que tenemos. Espero que sea un aliciente y un apoyo para sus carreras. Los quiero mucho.

**A MIS TÍOS
MARTHA RUTH, ISABEL, DANIEL, FELIPE, JORGE, YOLANDA.**

Gracias por apoyarme en los momentos difíciles y alentarme a seguir adelante. Siempre están en mi Corazón.

A MIS PRIMOS

BERNARDO, DANIEL, TONATHU,

Por ser pilares de mi infancia y ser precursores de futuros logros. Siempre tendrán mi apoyo, así como sé que tendré el suyo.

A SUSANA INGRID CONTRERAS

POR ESTAR SIEMPRE A MI LADO EN TODO MOMENTO. GRACIAS POR 15 AÑOS DE AMOR Y AMISTAD HACIA MI. ESO NUNCA PODRÉ PAGÁRTELO.

"Quisiera retribuirte, de algún modo, todo lo que me has dado, haciendo mi vida tan plena: la calidez de tu compañía, la profundidad de tu comprensión, la constancia de tu apoyo. No me pides nada a pesar de que nada que pudiera darte alguna vez, sería demasiado"

AGRADEZCO A LA UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE MÉXICO POR DARMÉ LAS HERRAMIENTAS PARA LOGRAR ESTE SUEÑO Y A TODOS LOS PROFESORES DE LA FACULTAD DE ECONOMÍA QUIENES DIERON PARTE DE SU CONOCIMIENTO.

AGRADEZCO AL MAESTRO QUE SIEMPRE PUSO OBSTÁCULOS EN MI CARRERA PROFESIONAL YA QUE SIN ELLOS NO HUBIERA APRENDIDO A SER MÁS FUERTE Y LUCHAR EN SILENCIO CADA VEZ MÁS

AL PROF. JOSÉ ISAÍAS MORALES NAJAR

Gracias por su confianza y su paciencia, gracias por sus consejos y su apoyo INCONDICIONAL. Tenga por seguro que nunca lo defraudare y tiene en mí a un amigo incondicional. Nunca podré pagarle todo lo bueno que ha hecho por mí. Gracias nuevamente por formarme y ser lo que ahora soy... y lo que me falta.

"Si encuentras un camino sin obstáculos, probablemente no conduce a ningún lado"

Sunnan kubose

A MIS AMIGOS

A GRACIELA LEAL LARIS:

Gracias por alentarme en mis estudios, y hacerme ver que se necesita de un gran esfuerzo como el que tu haz hecho para salir adelante. Gracias por hacer de la universidad uno de los mejores momento de mi vida. Siempre estaré agradecido contigo.

ARTURO MEDINA HIDALGO

Por 15 años de amistad y buenos momentos.

ARMANDO RODRÍGUEZ BACA

Mi mejor amigo y compañero de la universidad. "Llegaremos muy lejos". Gracias por tu apoyo y tu confianza.

JULIO SÁNCHEZ FLORES

Por su apoyo incondicional y sus consejos

GRACIAS POR SU ASISTAD Y APOYO A:

Manuel Palencia Rodríguez

Víctor Osorio Suárez

Raquel López Y López

Adriana Martínez Olguín

Bernabé Marquez

Gabriel Osorio

Rebeca Reyes

**“ Globalización Financiera:
Evolución y Consecuencias de la
Crisis Financiera Internacional
1997-1999 “**

Gabriel Alejandro Becerril Parreño

INDICE

INTRODUCCIÓN Y AGRADECIMIENTOS

CAPITULO I LA GLOBALIZACIÓN FINANCIERA: LA NUEVA ECONOMÍA INTERNACIONAL

I. GLOBALIZACIÓN: UN REPASO A LA HISTORIA

| | | |
|------|---|----|
| 1.1. | LAS CORRIENTES DE INVERSIÓN INTERNACIONAL..... | 01 |
| 1.2. | EL AUMENTO DE LA ACTIVIDAD FINANCIERA INTERNACIONAL..... | 06 |
| 1.3. | LA DEUDA PÚBLICA..... | 06 |
| 1.4. | LA GLOBALIZACIÓN FINANCIERA..... | 06 |
| 1.5. | GLOBALIZACIÓN Y LA NUEVA ECONOMÍA INTERNACIONAL..... | 10 |
| 1.6. | LA PROFUNDIDAD DEL PROCESO GLOBALIZADOR..... | 12 |
| 1.7. | LOS MERCADOS FINANCIEROS Y LA GLOBALIZACIÓN FINANCIERA..... | 19 |
| 1.8. | LOS INVERSIONISTAS EN LA GLOBALIZACIÓN FINANCIERA..... | 20 |
| 1.9. | EL DESARROLLO DE LA GLOBALIZACIÓN FINANCIERA CONTEMPORÁNEA..... | 21 |

CAPITULO 2 GLOBALIZACIÓN Y CRISIS EN EL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

2. LA GLOBALIZACIÓN FINANCIERA

| | | |
|--------|--|----|
| 2.1. | EL GRAN PODER DE LA GLOBALIZACIÓN FINANCIERA..... | 27 |
| 2.2. | FASES DE LA GLOBALIZACIÓN FINANCIERA..... | 28 |
| 2.2.1. | FASE I DESREGULACIÓN INTERNACIONAL E INFLACIÓN 1962-1990..... | 29 |
| 2.2.2. | FASE II DESREGULACIÓN DE LOS SISTEMAS FINANCIEROS LIBERALIZACIÓN FINANCIERA 1990-1995..... | 31 |
| 2.2.3. | FASE III COOPERACIÓN CENTRALIZADA 1996-1999..... | 35 |
| 2.3. | INESTABILIDAD Y CRISIS EN EL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL..... | 38 |
| 2.3.1. | PRIMERA ETAPA: 1970-1976..... | 38 |
| 2.3.2. | SEGUNDA ETAPA: 1978-1985..... | 43 |
| 2.3.3. | TERCERA ETAPA: 1986-1999..... | 45 |

CAPITULO 3 CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

3. LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL

| | | |
|--------|--|-----|
| 3.1. | LA FUTURIA TIERRA DE LOS MERCADOS EMERGENTES..... | 52 |
| 3.2. | EL PRECEDENTE: MÉXICO 1994-1995..... | 60 |
| 3.3. | EL CATACLISMO: TAIWÁN Y EL FIN DEL MILAGRO..... | 74 |
| 3.4. | JAPÓN: UN PROLOGO AL DESORDEN..... | 83 |
| 3.5. | UN ENCISO DE CONFIANZA: MALASIA..... | 90 |
| 3.6. | LA GRAN SORPRESA: COREA..... | 97 |
| 3.7. | EL DESPLOME: INDONESIA..... | 105 |
| 3.8. | EL RESCATE: EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL..... | 112 |
| 3.9. | EL CONTRAGRE: UNA JUSTIFICACIÓN..... | 121 |
| 3.9.1. | LA CRISIS RUSA..... | 124 |
| 3.9.2. | BRASIL: LA PUERTA DE ENTRADA HACIA AMÉRICA LATINA..... | 133 |
| 3.9.3. | MÉXICO: SU VUELTO AL DEFICIT FISCAL Y DE DÉFICIT..... | 155 |
| 3.10. | SIMILITUDES: LA CRISIS FINANCIERA Y LA GRAN DEPRESIÓN..... | 159 |

CAPITULO 4 EL PLANTEAMIENTO DE LA NUEVA ARQUITECTURA FINANCIERA INTERNACIONAL

| | | |
|--------|--|-----|
| 4.1. | LA NUEVA ARQUITECTURA FINANCIERA INTERNACIONAL..... | 166 |
| 4.1.1. | PRINCIPALES OBJETIVOS DE LA ARQUITECTURA FINANCIERA..... | 167 |
| 4.2. | DIVERSAS PROPUESTAS A UN SOLA FIN..... | 170 |
| 4.2.1. | PROPUESTAS NACIONALES..... | 172 |
| 4.2.2. | PROPUESTAS PRIVADAS..... | 173 |
| 4.2.3. | PROPUESTAS INTERNACIONALES..... | 176 |
| 4.3. | PRINCIPALES MEDIDAS PARA LA REFORMA FINANCIERA..... | 178 |
| 4.3.1. | EL FORTALECIMIENTO INTERNACIONAL..... | 179 |
| 4.3.2. | LA PRIENTAMIA DE ULTIMA INSTANCIA..... | 180 |
| 4.3.3. | LA INICIATIVA PARA LOS PAISES POBRES..... | 181 |
| 4.3.4. | EL FMI Y LAS RESERVAS DE ORO..... | 182 |
| 4.3.5. | EL BANCO MUNDIAL..... | 182 |

CONCLUSIÓN: UNA LÍNEA ENTRE LAS SOMBRAS: CRISIS Y GUERRAS FINANCIERAS

| | | |
|--|---|-----|
| CONCLUSIONES A LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL..... | | |
| A. | UN RESUMEN DE LAS VISIONES DE LA CRISIS FINANCIERA..... | 185 |
| B. | LA GUERRA FINANCIERA Y SUS IMPLICACIONES..... | 186 |

| | |
|--------------------------|-----|
| ANEXO - ESTADÍSTICO..... | 194 |
| BIBLIOGRAFÍA..... | 194 |

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

I. INTRODUCCIÓN.

En los últimos años la economía mundial ha entrado en un claro proceso de globalización, la que comenzó con los flujos de comercio de bienes y de servicios no financieros y posteriormente se extendió a los flujos de capitales. En el caso del comercio de bienes y servicios no financieros esta globalización ha sido el resultado tanto de la reducción de las barreras al comercio como del cambio en las políticas económicas de un grupo cada vez más grande de países. En este cambio de política económica, los países han privilegiado el logro y mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, y al mismo tiempo han iniciado profundas reformas estructurales orientadas a mejorar la eficiencia en el uso de recursos a través de la apertura de sus economías, las privatizaciones y el aumento de la competencia en sus mercados internos.

En años recientes la globalización también ha comenzado a llegar a los mercados financieros. Parte de esta expansión ha sido el resultado del aumento de la demanda de servicios financieros de apoyo al comercio, primero, y de diversificación de riesgos y de manejo de carteras después. Pero esta mayor globalización se ha visto impulsada también tanto por fuerzas exógenas como por reformas específicas que la han promovido o facilitado. Entre las primeras podemos destacar la revolución en la informática, el transporte y las comunicaciones que han reducido considerablemente los costos de intermediación y especialmente los relacionados a transacciones internacionales. Entre las segundas se encuentran las mejoras en la calidad de la información, la uniformización de criterios de calificación de riesgos y la modernización de las regulaciones financieras. Como resultado es un hecho que hoy los mercados financieros están altamente globalizados.

En momentos en que la economía mundial está siendo azotada por una nueva crisis financiera de grandes magnitudes es importante recordar que la globalización financiera internacional también puede ser muy beneficiosa para un país. La globalización de los mercados financieros tiene grandes beneficios desde el punto de vista de un país. Primero, facilita el acceso al financiamiento externo para financiar un nivel de inversión más altos que el que se puede lograr con la tasa de ahorro doméstico. Segundo, mejora el acceso de los residentes a los mercados de capitales internacionales reduciendo impedimentos a una mejor selección de planes de inversión, producción y consumo. Pero esto no es todo, también facilita la diversificación de portafolio contribuyendo de esta forma a mejorar la relación entre rendimiento y riesgo de un portafolio.

En el caso del sistema bancario la globalización crea tanto oportunidades como amenazas. Entre las oportunidades se encuentra la creación, para los bancos, de la opción de expandir sus actividades a otros países al apoyar la incursión de sus clientes en los mercados de países vecinos y, de esta forma, aprovechan la inversión ya efectuada en conocer la calidad de sus clientes y de sus proyectos, y así los bancos también dan un mejor uso su infraestructura, permitiéndole capturar los beneficios asociados a economías de escala y de ámbito. Adicionalmente, la globalización le permite a los bancos disminuir los riesgos de sus operaciones tomando coberturas en los mercados internacionales en tiempo real y a costos mucho más reducidos que los que tendrían que incurrir en sus reducidos mercados internos. Y entre las amenazas para los bancos, la principal radica en la desintermediación financiera potencial al reducirse también las barreras que enfrentan sus clientes tradicionales para operar directamente en los mercados internacionales tanto de crédito como de valores.

Pero no sólo las entidades financieras han estado remecidas por estos desarrollos, también los reguladores han tenido que adaptar sus regulaciones para facilitar el ajuste de los intermediarios y para que los países en que estos operan puedan beneficiarse de la integración financiera internacional.

La globalización también aumenta la vulnerabilidad de un país a un cambio brusco de los flujos de capitales por problemas internos o de contagio. De hecho, los flujos de capitales son sensibles tanto a las condiciones macroeconómicas del país receptor como a la calidad de su sistema financiero. Pero esto no es una restricción adicional dado que una mayor disciplina macroeconómica también es parte de las reformas necesarias para aumentar el crecimiento de largo plazo. Hay que estar conscientes, eso sí, que la mayor integración limita la efectividad de las políticas macroeconómicas cuando en forma simultánea se utiliza un sistema cambiario con flexibilidad reducida para el ajuste del tipo de cambio nominal. Por otro lado, un país se expone a efectos de contagio que se derivan de crisis que se originan en países vecinos. De hecho, la experiencia reciente de Asia entrega importantes lecciones para la región en cuanto a la mejor forma de proceder con su integración financiera. Integración que es un hecho casi natural y la única opción que tiene un país es cómo sacar el mayor beneficio de ésta.

Los países necesitan prepararse para que su integración a los mercados financieros les sea beneficiosa y para reducir su vulnerabilidad frente a cambios en condiciones internas o externas que puedan resultar en variaciones bruscas en los flujos. Además de un marco de estabilidad económica, como parte de la preparación también se requiere fortalecer su sistema financiero. Este fortalecimiento incluye tanto mejorar la información sobre la calidad de los activos de los bancos, como también mejorar la calidad de la regulación y supervisión de los bancos y de los otros intermediarios financieros.

El principal propósito de este trabajo es el de revisar los factores y la dinámica que toma la globalización financiera, como consecuencia de uno de los desastres financieros más impactantes de este fin de siglo, lo que se le ha llamado La Crisis Financiera Internacional, que se activo en el Sudeste Asiático a mediados de 1997. Se evalúa la crisis que ha estallado en el Asia oriental donde determino que no es más que la última de una cadena de crisis financieras que han perturbado la economía mundial desde que dejó de funcionar el sistema instituido en Bretton Woods. Estas crisis se han venido produciendo con una frecuencia cada vez mayor tanto en países industriales como en países en desarrollo.

El resto de este trabajo está dividido en cinco secciones. En la sección dos revisó los principales determinantes de la globalización financiera y el porque del creciente dinamismo que se ha producido en los últimos años, además, analizó la forma en que el poder de la globalización, afecta de forma incontenible al Sistema Financiero Internacional, destacando 3 etapas de inestabilidad, cayendo finalmente en una ruptura inevitable. En la tercera sección detallo cronológicamente el precedente y termino de nuestro tema de estudio, analizando, de forma detallada y libre cada una de las consecuencias y efectos que vivieron los principales países afectados, al estallar la crisis, poniendo especial énfasis en sus mercados financieros. En la cuarta sección incluyo un resumen panorámico sobre la situación de la necesidad de reforzamiento y nuevo planteamiento de lo que se le ha llamado Nueva Arquitectura Financiera Internacional Y finalmente, en la quinta sección presentamos las conclusiones de lo que he llamado "La Guerra Financiera", concepto e idea tomada de una fabulosa plática con el Profesor José Isaías Morales Najar, quien a lo largo de mi formación me dio ideas extraordinarias sobre los temas tocados en el presente trabajo.

Por último quiero agradecer a todas aquellas personas que fueron involucradas tanto directa como indirectamente en la elaboración de mi tesis. En primer instancia al Profesor. José Isaías Morales Najar, por darme la motivación en sus clases para poder entrar al fabuloso mundo de las finanzas. A Michel Charbonneau, Benito Bua Delgado y Richard Poffet del Bank Hofmann por darme la oportunidad de jugar en este maravilloso casino financiero y aprender cada día mas los riesgos y beneficios de los mercados internacionales. También agradezco los consejos y apoyo de: Francisco Vega Rodríguez, Manuel Espinosa de los Monteros, Efraín Caro Razu, Gerardo Gamboa, Luis Manuel Sánchez, Julián Osonó, Roberto de la Torre, Juan Lorenzo Gutiérrez, Manuel Mandujano, Alfredo Jalife, Cutberto Córdoba, Carlos Fritsch, Eduardo Estrada, Alberto Ballesteros, Héctor Quiñónez, José Luis Martínez Harry Gayner, José Antonio Murillo, Irma Escárcaga, Eduardo Alcaraz. Un agradecimiento especial a David Wong y el equipo de Societe Generale y a el Dr. Lang del Credit Suisse Private Banking. A aquellas personas que en este momento no he mencionado su nombre pero quienes fueron mi motivación y un verdadero ejemplo a seguir. GRACIAS A TODOS

GABRIEL BECERRIL PARREÑO

CAPITULO 1

GLOBALIZACIÓN FINANCIERA: LA NUEVA ECONOMÍA INTERNACIONAL

CAPITULO I

LA GLOBALIZACIÓN FINANCIERA: LA NUEVA ECONOMÍA INTERNACIONAL

1. Globalización: Un Repaso A La Historia

Desde 1950, la economía mundial ha experimentado una progresiva integración económica internacional. No obstante, hubo una pronunciada aceleración de este proceso de globalización en los últimos veinticinco años del siglo XX. Pocas veces se reconoce que hubo una fase de globalización similar que comenzó un siglo antes, alrededor de 1870, que fue en ascenso hasta 1914, cuando finalizó abruptamente con el estallido de la Primera Guerra Mundial. Este reconocimiento es esencial para tener una comprensión del proceso. De tal forma que es fundamental para nuestro estudio comparar los últimos dos siglos de historia económica comprendido entre los siglos 1800 y 1900.

El atributo fundamental de la globalización, entonces y ahora, es el creciente grado de apertura en la mayoría de los países. Este fenómeno tiene tres dimensiones: el comercio internacional, la inversión internacional y las finanzas internacionales. Es necesario señalar que la apertura no está confinada simplemente a las corrientes de comercio, las corrientes de inversión y las corrientes financieras.

También se extiende a las corrientes de servicios, tecnología, información e ideas, a través de las fronteras nacionales. Pero el movimiento transfronterizo de personas está estrechamente regulado y altamente restringido. No hay dudas de que el comercio, la inversión y las finanzas son el fuerte de la globalización, y esto surge claramente al comparar el proceso de fines del siglo XX con el de fines del siglo XIX.

En la segunda mitad del siglo XX, hemos presenciado una expansión formidable de las corrientes comerciales internacionales. Las exportaciones mundiales aumentaron de 61.000 millones de dólares en 1950 a 315.000 millones de dólares en 1970 y 3,5 billones en 1990. En este período, el crecimiento del comercio mundial fue significativamente mayor que el crecimiento de la producción mundial, si bien la diferencia se estrechó después de comienzos de los 70. Por consiguiente, una parte cada vez mayor de la producción mundial ingresó al comercio mundial. El porcentaje de exportaciones mundiales del Producto Interno Bruto (PIB) mundial aumentó de un 6 por ciento en 1950 a un 12 por ciento en 1973 y un 16 por ciento en 1992. Para los países industrializados, esa proporción aumentó de un 12 por ciento en 1973 a un 17 por ciento en 1992.

1. GLOBALIZACIÓN FINANCIERA: LA NUEVA ECONOMÍA INTERNACIONAL

Esto no es nuevo para la economía mundial. En el período que va desde 1870 a 1913 se experimentó una expansión similar de las corrientes de comercio internacional¹. Para los 16 principales países industrializados, ahora en la OCDE, la participación de las exportaciones en el PIB aumentó del 18,2 por ciento en 1900 al 21,2 por ciento en 1913².

El paralelismo entre ambos períodos resulta más claro si consideramos las evidencias de determinados países industrializados.

En el Reino Unido, la participación de las exportaciones en el PIB aumentó del 14,4 por ciento en 1950 al 16,4 por ciento en 1973 y al 18,2 por ciento en 1992, comparado con el 14,9 por ciento en 1900 y el 20,9 por ciento en 1913. En Francia, la participación de las exportaciones en el PIB aumentó del 10,6 por ciento en 1950 al 14,4 por ciento en 1973 y 17,5 por ciento en 1992, comparado con el 12,5 por ciento en 1900 y 13,9 por ciento en 1913. En Alemania, la participación de las exportaciones en el PIB aumentó del 8,5 por ciento en 1950 al 19,7 por ciento en 1973 y 24 por ciento en 1992, comparado con el 13,5 por ciento en 1900 y el 17,5 por ciento en 1913. En Japón, la participación de las exportaciones en el PIB aumentó del 6,8 por ciento en 1950 al 9,7 por ciento en 1970 y al 9 por ciento en 1992, comparado con el 8,3 por ciento en 1900 y el 12,3 por ciento en 1913. En Estados Unidos, la participación de las exportaciones en el PIB aumentó del 3,8 por ciento en 1950 al 4% en 1970.

¹ Mabels, A. (1963) *Industrial Growth and World Trade*, Cambridge: Cambridge University Press.

² Maddison, A. (1989) *The World Economy in the Twentieth Century*, Paris: Centro de Desarrollo de la OCDE.

1. GLOBALIZACIÓN FINANCIERA: LA NUEVA ECONOMÍA INTERNACIONAL

CUADRO 1

EXPORTACION DE MERCANCIAS COMO PORCENTAJE DEL PIB (1870-1980)

| | Países | | | |
|------|---------------|----------------|-----------------|-------|
| | Desarrollados | Estados Unidos | Europa del Este | Japon |
| | del Este* | | | |
| 1870 | ** | 5.40 | 13.60 | ** |
| 1890 | 11.70 | 6.70 | 14.90 | 5.10 |
| 1913 | 12.90 | 6.40 | 18.30 | 12.50 |
| 1929 | 9.80 | 5.00 | 14.50 | 13.60 |
| 1938 | 6.20 | 3.70 | 7.10 | 13.00 |
| 1950 | 7.80 | 3.80 | 13.40 | 6.80 |
| 1970 | 10.20 | 4.00 | 17.40 | 9.70 |
| 1980 | 14.30 | 7.50 | 21.70 | 8.80 |

*Incluye toda Europa de este excluyendo Yugoslavia, Estados Unidos

Canada, Australia y Japon

FUENTE: Barroch PAUL "World's gross national product 1870-1995". Genova

Parecería que la integración de la economía mundial a través del comercio internacional en las postrimerías del siglo pasado fue casi la misma que la de las postrimerías de este siglo. Lo que más llama la atención es que la tasa arancelaria promedio sobre las importaciones de los productos manufacturados de esos países industrializados - con la excepción del Reino Unido- fue del entorno del 20 al 40 por ciento, comparada con la tasa arancelaria promedio de aproximadamente 5 por ciento en 1990³. Los aranceles eran mucho más elevados en aquel entonces, pero los obstáculos no arancelarios son mucho más poderosos actualmente.

1.1 Las corrientes de inversión internacional

La historia es casi la misma para las corrientes de inversión internacional. El volumen de inversión extranjera directa en la economía mundial aumentó de 68.000 millones de dólares en 1960 a 502.000 millones en 1980 y 1,9 billones en 1992. Las corrientes de inversión extranjera directa en la economía mundial aumentaron de menos de 5.000 millones de dólares en 1960 a 52.000 millones en 1980 y 171.000 millones en 1992. Por consiguiente, el total de la inversión extranjera directa en el mundo

³Barroch, P. (1993) Economics and World History, Brighton: Wheatsheaf

1. GLOBALIZACIÓN FINANCIERA: LA NUEVA ECONOMÍA INTERNACIONAL

como proporción de la producción mundial aumentó del 4,4 por ciento en 1960 al 4,8 por ciento en 1980 (Cuadro 2).

CUADRO 2

CRECIMIENTO DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA INTERNACIONAL 1964-1994

| | Volumen Exportaciones | Fujos mundiales capital | Prestamos bancarios internacionales | Producto Mundial |
|-----------|--------------------------|----------------------------|---|------------------|
| 1964-1973 | 92 | | 340 | 4.6 |
| 1973-1980 | 46 | 148 | 267 | 3.6 |
| 1980-1985 | 24 | 49 | 120 | 2.6 |
| 1985-1994 | 67 | 143 | 120 | 3.2 |

Fuente: IMF (varios años); BIS (varios años)

Cualquier comparación con el período 1870-1913 sería incompleta porque no tenemos datos similares. Una estimación realizada por las Naciones Unidas sugiere que el total de inversión extranjera directa en la economía mundial como proporción de la producción mundial fue del 9 por ciento en 1913. La masa total de inversión extranjera mundial a largo plazo alcanzó los 44.000 millones de dólares en 1914, de los cuales 14.000 millones - aproximadamente un tercio - era inversión extranjera directa⁴.

A precios de 1980, la inversión extranjera total en la economía mundial en 1914 fue de 347.000 millones de dólares, comparada con la masa real de inversión extranjera directa de 1980, de 448.000 millones. Aproximadamente la mitad de la inversión extranjera de esa época se dirigió a un pequeño grupo de países recientemente industrializados de América del Norte y Europa, así como Australia.

En algunos de esos países llegó a conformar el 50 por ciento de la inversión interna bruta. La masa de inversión extranjera en los países en desarrollo, tanto directa como en cartera, aumentó de 5.300 millones de dólares en 1870 a 11.400 millones en 1900 y 22.700 millones en 1914. Esa inversión extranjera en el mundo en desarrollo fue de gran magnitud tanto en términos relativos como absolutos. Por un lado, probablemente representó aproximadamente un cuarto del PIB de los países en desarrollo a fines de siglo. Por otro lado, fue sustancial incluso para los parámetros contemporáneos. En 1914, la masa de inversión extranjera que entró en los países en desarrollo, a precios de 1980, fue de 179.000 millones de dólares, lo que equivale a casi el doble de la masa de inversión extranjera directa de los países en desarrollo, en 1980, de 96.000 millones de dólares.

⁴ Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Comercio y el Desarrollo, UNCTAD, *Handbook of International Trade and Development Statistics*, Ginebra, 1970.

1.2. El aumento de la actividad financiera internacional

En los últimos veinte años se ha experimentado un aumento explosivo de la actividad financiera internacional. El movimiento financiero transfronterizo es enorme, a tal grado que, en términos de magnitudes, el comercio y la inversión han quedado disminuidos por las finanzas. Esta internacionalización de los mercados financieros tiene cuatro dimensiones: divisas, préstamos bancarios, valores financieros y bonos del gobierno¹. Consideraremos cada una de ellas por separado.

El Banco Internacional de Pagos (BIS), en su publicación "Investigación de la Actividad del Mercado de Divisas: 1992"² nos muestra a detalle el desarrollo de los mercados de divisas veremos que, en 1973 el giro comercial alcanzaba un nivel modesto de 15.000 millones de dólares diarios. Aumentó a 60.000 millones diarios en 1983, y se remontó a 900.000 millones diarios en 1992. Por consiguiente, la relación entre las transacciones mundiales de divisas y el comercio mundial aumentó de 9 a 1 (9:1) en 1973, a 12 a 1 (12:1) en 1983 y a 90 a 1 (90:1) en 1992. Algunos números absolutos ayudarían a situar estas magnitudes en perspectiva. En 1992, por ejemplo, el PIB mundial era de 64.000 millones de dólares por día mientras que las exportaciones mundiales eran de 10.000 millones diarios, comparadas con las transacciones mundiales de divisas, de 900.000 millones por día. También vale la pena señalar que las transacciones diarias de divisas en la economía mundial fueron mayores que las reservas de divisas de todos los bancos centrales juntos, que ascendieron a 693.000 millones de dólares en 1992.

La expansión de la banca internacional también ha sido espectacular. Como proporción de la producción mundial, los préstamos netos de la banca internacional aumentaron del 0,7 por ciento en 1964 al 8,0 por ciento en 1980 y al 16,3 por ciento en 1991. Como proporción del comercio mundial, los préstamos de la banca internacional aumentaron del 7,5 por ciento en 1964 al 42,6 por ciento en 1980 y al 104,6 por ciento en 1991. Como proporción de la inversión interna bruta mundial, los préstamos netos de la banca internacional aumentaron de 6,2 por ciento en 1964 a 51,1 por ciento en 1980 y a 131,4 por ciento en 1991. (CUADRO 2)

Cabe destacar que el tamaño bruto del mercado de la banca internacional era aproximadamente el doble del de los préstamos de la misma banca internacional. Las obligaciones interbancarias

¹ Cinnon, G. (1994). *Globalization and Regionalization: The Challenge for Developing Countries*. Paris: Centro de Desarrollo de la OCDE.

² Banco de Pagos Internacionales (BIS). *Investigación de la Actividad del Mercado de Divisas*. 1992, Basilea.

³ Bank Hofmann, *Investment Perspectives - First Quarter 1997*, Zurich.

1. GLOBALIZACIÓN FINANCIERA: LA NUEVA ECONOMÍA INTERNACIONAL

transfronterizas aumentaron de un nivel "modesto" de 455.000 millones de dólares en 1970 a 5,5 billones en 1990⁸.

El mercado internacional de valores financieros experimentó un crecimiento similar, si bien sus inicios fueron algo más tardíos. Entre 1980 y 1994, las ventas brutas y compras de bonos y acciones entre residentes extranjeros y nacionales aumentó de menos de un 10 por ciento del PIB en Estados Unidos, Alemania y Japón, a 135 por ciento del PIB en Estados Unidos, 170 por ciento del PIB en Alemania y 80 por ciento del PIB en Japón. En el Reino Unido, el valor de dichas transacciones fue mayor a diez veces el del PIB en 1993. De manera similar, entre 1980 y 1994 la proporción de bonos y acciones extranjeras en los fondos de pensión aumentó del 10 al 20 por ciento en el Reino Unido, del 0,7 al 6 por ciento en Estados Unidos y del 0,5 al 9 por ciento en Japón⁹. Las estimaciones del FMI indican que la propiedad transfronteriza total de los valores comercializables fue de 2,5 billones de dólares en 1994¹⁰.

1.3 La deuda pública

La deuda pública también se ha convertido en objeto de comercialización en el mercado mundial de valores financieros. Existe un mercado internacional en alza para los bonos públicos. Entre 1980 y 1992, la proporción de bonos públicos en poder de extranjeros aumentó de menos del 1 por ciento al 43 por ciento en Francia, del 9 al 17 por ciento en el Reino Unido, del 10 al 27 por ciento en Alemania, si bien permaneció constante en aproximadamente el 20 por ciento en los Estados Unidos. Estos números son pasmosos, pero incluso la globalización de las finanzas no es nada nuevo.

Hubo una integración importante de los mercados financieros internacionales a fines del siglo XIX y principios del XX. La única dimensión que no estaba presente fue la transacción internacional de divisas, que estuvo determinada enteramente por corrientes comerciales y corrientes de capital, dado el régimen de tipos cambiarios fijos bajo el patrón oro. La propiedad transfronteriza de títulos, incluidos los bonos públicos, alcanzó niveles muy altos durante ese período¹¹.

En 1913, por ejemplo, los títulos extranjeros constituían el 59 por ciento de todos los títulos comercializados en Londres. De igual forma, en 1908 la proporción correspondiente fue del 53 por ciento en París¹². Cabe destacar que durante esa fase hubo una correlación entre las tasas de interés,

⁸ Bloomberg Personal Finance, Special Report, 1992, Bloomberg Management, USA.

⁹ Kregel, J. (1994) "Capital Flows: Globalization of Production and Emerging Development", UNCTAD Review.

¹⁰ Fondo Monetario Internacional, Panorama Económico Mundial 1996, Washington DC, temas varios.

¹¹ Mogenssen, O. (1959) International Financial Transactions and Business Cycles, Princeton: Princeton University Press.

¹² Idem op.cit. II.

1. GLOBALIZACIÓN FINANCIERA: LA NUEVA ECONOMÍA INTERNACIONAL

los tipos cambiarios y los precios de las acciones en los principales mercados. También había un mercado firme para los bonos públicos. En 1920, por ejemplo, Moody's identificó los bonos emitidos por 50 gobiernos¹³.

En 1985, sólo 15 gobiernos habían contraído préstamos en el mercado de capitales de los Estados Unidos (La cifra volvió a llegar a 50 recién en la década de 1990.) Los préstamos de la banca internacional fueron substanciales. Tanto los inversionistas públicos como los privados emitieron bonos de largo plazo directamente en los mercados financieros de Londres, París y Nueva York.

Los bancos mercantiles o los bancos de inversión fueron los intermediarios para facilitar estas corrientes de capital entre las instituciones individuales y financieras privadas de estos países industrializados en busca de inversiones a largo plazo, por un lado, y las empresas o gobiernos, en su mayoría de los países recientemente industrializados o los países subdesarrollados, que emitieron obligaciones a largo plazo, por el otro¹⁴.

En términos relativos, las corrientes netas de capital internacional de ese entonces fueron mayores que las de ahora. En el período que va desde 1880 a 1913, el promedio del excedente de las cuentas corrientes de la balanza de pagos de Gran Bretaña fue equivalente al 5 por ciento de su PIB¹⁵, y en algunos años la equivalencia llegó al 8 por ciento. En contraste, con posterioridad a 1950, el excedente de las cuentas corrientes de Estados Unidos, Alemania y Japón no excedió el 3 por ciento del PIB.

¹³ Moody's es una de las principales agencias calificadoras de deuda y valores en el mundo. En 1920 Moody's se convirtió en la primera agencia calificadoras de bonos y acciones con presencia en más de 50 países. Actualmente tiene representaciones en casi todo el mundo, en especial en Latinoamérica y Europa.

¹⁴ *Ibidem* op. cit. 18.

¹⁵ Paine, M. (1992) *European Monetary Union: Lessons from the Classical Gold Standard*, Londres, Macmillan.

1. GLOBALIZACIÓN FINANCIERA: LA NUEVA ECONOMÍA INTERNACIONAL

CUADRO 3

INDICADORES DE LA DEUDA DE PAISES EN DESARROLLO. 1976-1988

| | 1976-81 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 |
|--|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Relaciones entre Deuda y Producto Interno Bruto | 33.6 | 45.6 | 56.3 | 56.7 | 57.6 | 59.6 | 58.0 | 56.0 |
| Relación Deuda y exportaciones | 186.7 | 254.2 | 286.4 | 267.4 | 282.3 | 335.6 | 317.9 | 309.1 |
| Tasa de servicio de la deuda | 5.8 | 7.9 | 8.0 | 7.8 | 7.5 | 6.9 | 6.2 | 6.0 |
| Relación entre Servicio de la deuda y PIB | 32.4 | 43.9 | 40.6 | 36.9 | 36.9 | 39.1 | 34.1 | 32.1 |
| Relación entre servicio de intereses y PIB | 2.7 | 4.8 | 5.4 | 5.4 | 5.1 | 4.5 | 3.9 | 3.8 |
| Relación entre servicio de intereses y exportaciones | 15.3 | 26.9 | 27.2 | 25.4 | 25.2 | 25.3 | 20.4 | 20.4 |

Fuente: World Bank

1.4. La Globalización Financiera

Durante los últimos 25 años, el mundo ha experimentado vastas y profundas transformaciones, las cuales han alterado de manera radical cada uno de los aspectos de nuestras vidas, han cambiado nociones y conceptos que parecían eternos, y al amparo de estas monumentales transformaciones el mundo es otro, su geografía se ha modificado substancialmente, emergiendo una multitud de nuevos países, mientras que otros han desaparecido, potencias que parecían hasta hace muy poco tiempo invencibles, han sido borradas en forma dramática del mapa de la geopolítica.

Cada día, el mundo observa perplejo la aparición de una infinita gama de nuevos productos y empresas y es testigo de la desaparición de firmas otrora venerables y poderosas. Se ha instalado en nuestro universo, de manera espectacular un intenso proceso de lo que un venerable economista austriaco denominó *destrucción creadora*, el cual ha hecho posible la aparición de fenómenos difíciles de imaginar hasta hace unos cuantos años, tales como: la existencia de manufactura robotizada; la dinámica de la reingeniería de la firma, el uso de la inteligencia artificial en los procesos gerenciales, el surgimiento de los superconducutores, la síntesis de la vida partiendo de lo inanimado, el desentrañamiento del misterio de los ADN, el desarrollo de métodos innovadores en la educación y la capacitación, como la realidad virtual, la emergencia de nuevos productos financieros altamente versátiles como los productos derivados (forwards, futuros, opciones y swaps) e inclusive,

1. GLOBALIZACIÓN FINANCIERA: LA NUEVA ECONOMÍA INTERNACIONAL

recientemente se ha estado hablando en los diarios financieros más relevantes del mundo, de la muerte del dinero.¹⁶

En este nuevo ambiente, millones de computadoras están vinculadas durante las 24 horas del día a un enorme trading mundial de inimaginable complejidad. Por ejemplo, en uno de los centros neurálgicos de este vasto sistema, Nueva York, más de 1.9 trillones de dólares cambian de manos a la velocidad de la luz, a través de sofisticados medios electrónicos. "En efecto, aproximadamente cada tres días, las complejas redes de fibras ópticas, situadas debajo de las calles de Nueva York transfieren una suma de dinero igual al producto total generado en un año por las compañías americanas, y cada 2 semanas el flujo monetario transferido en este inmenso centro financiero iguala el tamaño del producto interno bruto mundial de un año. Análogamente sumas monetarias similares pasan en un gran flujo y reflujo a través de las calles de Tokio, Londres, Frankfurt, Chicago y Hong Kong".¹⁷

Este vasto movimiento mundial de recursos financieros está vinculado inexorablemente al proceso de globalización de las economías, en un irreversible proceso de integración mundial de los mercados. La globalización y el nuevo sistema de mercados menos restringidos, tienden a premiar las innovaciones económicas que inducen una mayor eficiencia o posicionamiento de mercado, lo que implica castigar a las empresas cuya eficiencia interna es pobre aunque ello no signifique que necesariamente exista una mejor asignación de recursos para la economía en su conjunto.¹⁸ En efecto la globalidad económica ha promovido la eficiencia de procesos parciales, a cambio de polarizar las estructuras sociales creando incómodas asimetrías distributivas, generadoras de vastas zonas de pobreza en medio de islas de riqueza manida.

Es de la mayor importancia para las economías que están en pleno proceso de internacionalización, poder lograr una eficiencia de nivel mundial, para lo cual requerirán tener un modelo de negocios claro y definido, y estar en la vanguardia de las tecnologías financieras y no financieras que constantemente están surgiendo.

Las nuevas realidades económicas implican reconocer que hoy día todos los mercados financieros - futuros, forwards, swaps, bonos, mercados de capitales y de dinero - constituyen uno sólo. Así por ejemplo, un trader, con el auxilio de un modem, una computadora personal, una línea telefónica, un fax o una comunicación via satélite puede negociar swaps, warrants, índices accionarios, certificados de oro, opciones sobre divisas o cualquier otro producto derivado, simplemente enviando señales electrónicas.

¹⁶ Joel Kurtzman, político economista y periodista estrella del New York Times ha escrito un libro admirable, en el que afirma que las vastas redes computacionales creadoras de sofisticados sistemas de transferencia monetaria han cambiado para siempre la naturaleza del dinero y la muerte de sus formas tradicionales.

Joel Kurtzman, *The Death of Money*, Ed. Simon and Schuster.

¹⁷ Existe una vasta literatura económica acerca de la diferenciación entre eficiencia económica y óptima asignación de recursos. Una interesante exposición puede hallarse en la obra de Vickers y C. Yarrow "Un Análisis Económico de la Privación" Ed. ICE (1991).

1. GLOBALIZACIÓN FINANCIERA: LA NUEVA ECONOMÍA INTERNACIONAL

En este extraño, y singular mundo- dice Kurtzman- los fondos de pensiones japoneses pueden comprar bonos americanos, sin que estén respaldados por oro o activos corporativos, sino por flujos de créditos para compra de coches realizados en Detroit. Estos gigantes fondos pueden automáticamente realizar transacciones de cobertura comprando un derivado sintético en una bolsa de futuros y vendiéndolo simultáneamente en otra bolsa de otra ciudad o país. Las posibilidades para desarrollar e instrumentar nuevos productos derivados no parece tener fin.

Por todo lo anterior, es lícito afirmar que en muy poco tiempo la historia económica, social y cultural del mundo ha cambiado en forma tan musitada como no lo había hecho con anterioridad. El resultado ha sido la emergencia de una nueva economía mundial, altamente interconectada pero sin llegar al nivel de la apertura de finales del siglo pasado y principios del siglo XX, como veremos más adelante y que no obstante ello su capacidad de innovación es muy superior a cualquier otra época de la historia. Las características de esta peculiar economía global a continuación se describen.

1.5. Globalización Y La Nueva Economía Internacional

"Competitividad Y Globalización" son dos de las palabras más empleadas hoy en el mundo económico, tanto por los gobernantes como por los empresarios, tanto por los expertos como por los políticos. Ambos términos provienen, como todo lo que surge del mundo económico y de los negocios, del inglés. La Real Academia Española ya ha recogido el primero en su diccionario, porque es más antiguo, pero no el segundo. Los franceses han rechazado, como es costumbre en el caso de palabras anglosajonas, el término globalización. Yo me inclino por el primero de los dos, por lo menos hasta que se defina nuestra Academia. Creo que se adapta perfectamente al hecho que describe, que puede ser un sinónimo del segundo y, además, es más utilizado en economía.

La globalización es un proceso dinámico de creciente libertad e integración mundial de los mercados de trabajo, bienes y servicios, tecnología y capitales. Este proceso no es nuevo, viene desarrollándose paulatinamente desde 1950 y tardará muchos años aún en completarse, si la política lo permite. No es nuevo porque ya se dio un proceso similar entre 1870 y 1914 de forma casi tan intensa como la actual. Es decir, comenzó el siglo XX en una situación de integración mundial de los mercados de bienes, servicios, trabajo y capitales y, tras unas décadas sinistras, en las que dicho proceso de globalización dio marcha atrás y en las que se sufrieron dos conflictos mundiales y la Gran Depresión, se reanició después de la Segunda Guerra Mundial. Finalmente, ha terminado el siglo con otro proceso similar que tiene visos de ser más duradero. El anterior sólo duró 44 años y terminó de forma violenta con la Primera Guerra Mundial, mientras que el actual acaba de cumplir ya 50 años y se sienta sobre bases más sólidas que aquél. Espero que esta vez no termine tan mal como el anterior ya que supondría, de nuevo, pasar de competir económicamente, en un entorno pacífico bajo las reglas del mercado, a hacerlo militarmente bajo las reglas del poder de las armas, lo que sería un desenlace nefasto. En ambos casos hay ganadores y perdedores pero, en el primero, estos últimos no tienen necesariamente por qué perder sus vidas, aunque puedan salir muy perjudicados. Al fin y al cabo, la globalización está basada en una serie de libertades: la libertad de comerciar con el resto de los países del mundo aprovechando las ventajas comparativas de cada uno; la libertad de intervenir

1. GLOBALIZACIÓN FINANCIERA: LA NUEVA ECONOMÍA INTERNACIONAL

los capitales allí donde tienen mayor libertad de establecerse en el país que se desee: bien para conseguir un mayor beneficio o una mayor cuota de mercado, si se trata de una empresa, o para obtener un mayor salario o mejores condiciones de trabajo, si se trata de una persona.

Creo que uno de los primeros en utilizar el término "globalización" fue Theodore Levitt¹⁹ refiriéndose a la globalización de los mercados. Para este autor se estaba pasando de una concepción de la producción basada en el ciclo del producto, a otra global de los mercados. En la primera se innovaban nuevos productos que se vendían en los países más desarrollados hasta que devenían obsoletos y, a partir de entonces, se dirigían a los menos desarrollados hasta que desaparecían del mercado. En la segunda se vende el mismo producto y de la misma manera en todo el mundo, con lo que reducen los costes y se armonizan los gustos de los consumidores globalmente.

Michael Porter²⁰ utilizó posteriormente el término globalización para diferenciar una empresa multinacional de otra global. La compañía multinacional es aquella que opera en un número determinado de países pero hace muy poco o ningún esfuerzo en unificar sus operaciones desde el punto de vista estratégico, mientras que la empresa global persigue una estrategia mundial en la que distintas operaciones nacionales están totalmente coordinadas, desarrollando sinergias y haciendo que el conjunto tenga mayor valor que la suma de sus partes.

Kenichi Ohmae dio un paso más, considerando que la empresa global es aquella que ha abandonado su identidad nacional y que opera como una entidad sin patria en una escala mundial. Consecuentemente, la supervisión del actual Estado-Nación es fundamentalmente irrelevante por este tipo de empresas. Estas realizan sus inversiones en I+D, su financiación y su reclutamiento de personal a escala mundial. Un ejemplo típico de este tipo de empresas pudiera ser Nestlé. Una compañía con base en Suiza pero en la que sólo dos suizos están entre sus primeros diez ejecutivos; los ocho restantes son de cinco nacionalidades distintas y está presidida por un alemán. La compañía está establecida en 150 países y su negocio en Suiza es muy poco importante.

Es decir, la globalización tiene como agentes fundamentales a las grandes empresas multinacionales, tanto financieras como no financieras, que se implantan en la mayor parte de los países, aumentando los flujos comerciales y de capitales entre unos y otros y haciendo que los mercados estén cada vez más integrados y globalizados. Ahora bien, estas empresas son capaces de desarrollar la globalización porque una serie de descubrimientos tecnológicos y decisiones políticas les están permitiendo hacerlo.

¿Cuáles son los factores que determinan el proceso de globalización? El primero es, sin duda, la tecnología. El desarrollo de nuevas tecnologías en el transporte y en las telecomunicaciones ha permitido que sus costes caigan de una manera espectacular. El coste de una llamada telefónica de Nueva York a Londres era de 300 dólares en 1930, de 50 dólares en 1960 y de menos de un dólar hoy. El coste de procesamiento de la información a través de ordenadores, medidos en dólares por

¹⁹ Levitt, Theodore, *La Globalización de los mercados*, España 1985.

²⁰ Porter, Michael, *The World Economy*, 1990.

segundo, ha caído de 100 en 1975 a 0.01 en 1995, y a 0.001 actualmente. Lo mismo se puede decir del transporte por carretera, avión o barco. No sólo han caído los precios del transporte sino que la economía mundial ha devenido menos intensiva en el transporte de mercancías. Se ha pasado de transportar materias primas y alimentos sin procesar o poco elaborados a transportar, fundamentalmente, productos manufacturados acabados, que cada vez se hacen con materiales más ligeros y ocupan menor espacio. Es decir, los productos que se comercian tienen cada vez un mayor valor unitario y el transporte es cada vez más barato, con lo que la relación del segundo con el primero cae con gran rapidez. Todo ello ha hecho que las barreras naturales de tiempo y espacio entre los países sean cada vez menores y, por tanto, el coste de enviar de unos a otros bienes y servicios, personas y capitales e información sea cada vez más bajo, lo que ha facilitado la internacionalización e interdependencia de las economías y está haciendo el mundo cada vez más pequeño.

El segundo factor ha sido la liberación de los intercambios de bienes, servicios y capitales, tanto a través de negociaciones multilaterales en el seno del Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio (en inglés GATT), de la Organización Mundial del Comercio (OMC), de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) y del Fondo Monetario Internacional (FMI), como por decisiones unilaterales y bilaterales de las autoridades económicas de los países o de las áreas de integración en las que se encuentran inmersos.

1.6 La Profundidad Del Proceso Globalizador

Esto no significa que el proceso de globalización haya alcanzado unas dimensiones todavía muy importantes, de hecho aún queda muchísimo camino por recorrer. Una de las medidas más simples para determinar el nivel de globalización, en cuanto a bienes y servicios se refiere, es ver la relación entre el comercio exterior y la producción en cada país. Aunque dicha proporción ha aumentado sin parar desde 1950, debido a que el comercio internacional de bienes y servicios ha crecido a mucho ritmo que la producción desde la caída técnica, aun no es muy superior a la ya alcanzada en 1913. En aquel año, Japón era un país más abierto que lo que es ahora. Entonces, la suma de sus importaciones y exportaciones representaba el 30% del Producto Interno Bruto (PIB) y sólo hoy son del 22%. No ocurre lo mismo con el Reino Unido, cuya relación ha subido, en dicho periodo, desde el 47% al 57%. Francia, Alemania y Estados Unidos han aumentado su internacionalización y ahora se encuentran con un peso relativo de su comercio sobre su producción del 51%, del 69% y del 26% respectivamente²¹.

Naturalmente, cuanto mayor es el tamaño del país o del área de integración, menor es dicha proporción. En Estados Unidos, la Unión Europea y Japón supera ligeramente el 20%, mientras que en países pequeños como Holanda, Bélgica o Irlanda supera con mucho el 100%. España ha sufrido un cambio radical. En 1918 la suma de sus importaciones y exportaciones representaba el 24% del PIB. En 1959 había caído al 9% y ahora alcanza casi el 60%, superando a países como Francia e

²¹ Krugman, Ernest, *Managing the World Economy*, III, 1993.

Italia. En su conjunto, el comercio mundial, medido en volumen, se ha multiplicado 16 veces desde 1950, mientras que el PIB mundial lo ha hecho sólo 5.5 veces.²²

Otra forma de medir el proceso de globalización es observar la convergencia de precios, en todo los países, de los productos o servicios que son idénticos u homogéneos. En un mundo totalmente globalizado, los precios para los mismos productos deberían ser iguales, excluyendo los impuestos locales y los costes de transporte y de seguro.

Sin embargo, la realidad dista de ser así. Siguen permaneciendo divergencias notables entre unos países y otros, incluso dentro de la Unión Europea. Modelos idénticos de automóvil cuestan, antes de impuestos, hasta un 40 % más en unos países de la Unión Europea que en otros. Esto es posible, bien porque la distribución es más eficiente en unos países que en otros, porque los gastos son diferentes y existe un sesgo muy elevado hacia los automóviles nacionales, o porque, hasta ahora, los consumidores no comparaban adecuadamente los precios en distintas divisas. El hecho es que los fabricantes multinacionales pueden discriminar precios entre unos y otros obteniendo mayores márgenes medios para el mismo modelo. La Unión Monetaria Europea tenderá a acercar en mayor medida los precios de los bienes y servicios al poderlos comparar todos ellos en euros.

Los mercados entre países están todavía menos integrados que dentro de cada uno de ellos, incluso cuando se trata de países vecinos. El comercio entre Canadá y Estados Unidos, por ejemplo, es veinte veces menor que entre las provincias canadienses a pesar de tener frontera común de cerca de 4000 km y de mantener unas barreras mínimas entre ambos.

La integración y globalización de los mercados financieros es todavía más importante y ha alcanzado en mayor medida que la comercial debido al desarrollo tecnológico y, sin embargo, también esta muy lejos de ser total. Una manera de medir el grado de globalización financiera es observando las salidas netas de los países exportadores de capital (es decir, los que tienen un superávit por cuenta corriente en su balanza de pagos) y las entradas netas de los países importadores (que tienen un déficit por cuenta corriente en su balanza de pagos). En la primera globalización (1870-1913) el Reino Unido exportó capitales, en media anual, de un 5 % de su PIB y llegó al 10 % en algunos años. En estos últimos años, Japón que ha sido el país con mayor superávit por cuenta corriente, ha exportado capitales al año por el 3.5 % de su PIB y la media de salidas netas de la OCDE ha sido del 2.5 % del PIB.²³

Otra forma de medir la globalización financiera es ver cuánto representan las inversiones directas en el extranjero en relación a las inversiones directas nacionales. Hoy alcanzan en los países de la OCDE el 6 % de la inversión doméstica total, mientras que la inversión extranjera del Reino Unido en los primeros 13 años del siglo era tanta como el total de su inversión nacional. Sólo en estos

²² Greider, William, *One World, Ready or Not*, Touchstone, 1998.

²³ *Ibid.* 22.

1. GLOBALIZACIÓN FINANCIERA: LA NUEVA ECONOMÍA INTERNACIONAL

últimos años, en países en desarrollo grandes como México, Brasil y China, las entradas netas de inversión directa extranjera han llegado a alcanzar el 20 % de su inversión neta nacional²⁴.

Por otro lado, si hubiese una globalización financiera total habría una convergencia de los tipos de interés, cubiertos del riesgo del tipo de cambio, de todos los países, lo que tampoco ha ocurrido. Es decir, los tipos de cambio no han respondido ni compensado siempre los diferenciales de tipos de interés a corto plazo (teoría de la paridad de intereses) ni los diferenciales de inflación a largo plazo (teoría de la paridad del poder adquisitivo), con lo que la convergencia de tipos de interés es lenta y volátil.

Sin embargo, la globalización financiera progresa en una marcha muy satisfactoria. Entre 1980 y 1996, mientras que el PIB mundial ha crecido al 3.5 % de media anual, el intercambio de bonos y acciones ha crecido, en términos reales, en torno al 25 %; el comercio de divisas lo ha hecho al 24 %, los préstamos internacionales al 8 %, la inversión extranjera directa al 7 %, el comercio al 6 %²⁵. De seguir este ritmo de crecimiento, la globalización financiera será total dentro de quince años y la comercial dentro de treinta, aproximadamente, siempre que no se pongan trabas a su desarrollo y siga adelante la Ronda del Milenio de la Organización Mundial del Comercio.

Es difícil encontrar una profesión como la del economista, dentro de las ciencias sociales, que sufra tan espasmodicamente de accesos de optimismo y pesimismo sin solución de continuidad (una cierta esclerosis de la personalidad, una especie de esquizofrenia), que persista tan reiteradamente en el error sin sofocarse, sin mirar la realidad y sin dejar de engolar la voz para hacer profecías sobre el futuro. Que no relativice las creencias de cada época: la última creencia sería de la aparición espontánea de un modelo perenne que asegure el crecimiento sin fin, en comunión con una alta tecnología que puede convertir en oro todo lo que toque. Seguramente muchos de esos científicos que en un momento manifestaron su entusiasmo sin matices en la coyuntura fueron los mismos que, cegados por su ideología o por su falta de prevención, no vieron aparecer las trágicas consecuencias de las últimas crisis financieras hasta que las tuvieron en la punta de la nariz. A veces por desconocimiento, las más por equivocarse valor y precio (como decía el poeta), algunos científicos sociales practican la rotundidad, solemnizan sus consejos a los que les pagan y pretenden desvincular sus investigaciones económicas de otros conceptos que las contaminan, como son las representaciones de la realidad o la ganga de lo social. Da igual que se equivoquen, porque siempre encontrarán refugio en el mundo de los institutos de la libre empresa o en los *thinkers* de pensamiento de las patronales. Así parecen los que Paul Krugman ha denominado *embusteros del disparate*. Es fácil llegar a estar convencido de las doctrinas económicas que concuerdan con nuestros prejuicios políticos. Y al revés, es muy difícil comprender algo cuando la renta de esa persona depende de que no lo comprenda.

Ello no significa que la mayoría de los que predicen el devenir de los tiempos, sean de la rama de los optimistas o de los preserptores de las dificultades, no sean honestos. Hacer una aseveración tan arrogante, en sentido opuesto, sería pecar del mismo tipo de engolamiento de los que no dudán.

²⁴ Ibid 22

²⁵ FMI, Estadísticas Internacionales, CDR/COM/1995

1. GLOBALIZACIÓN FINANCIERA: LA NUEVA ECONOMÍA INTERNACIONAL

El economista, el sociólogo, tienen que reivindicar ante los poderes el deber de la impertinencia. La historia demuestra que en estos territorios conviene ser prudente. Máxime cuando se cree que sin una crítica reforzada, el capitalismo continuará destruyendo la cohesión social y cuando se entiende urgente hacer el análisis del nuevo espíritu del capitalismo que se ha hecho hegemónico tras la caída del muro de Berlín: el capitalismo global. Cuando se cambian los iconos de las paredes (el de Marx por el de Friedman, el de Che Guevara por el de George Soros, el de Dow Jones por el de Nasdaq, el de Rockefeller por el de Bill Gates, el de Haakey por el de José Bové, el héroe de Seattle, etc.), es preciso diferenciar la moda de lo que va a instalarse, a permanecer. Hay en estos tiempos una coincidencia generalizada en considerar que muerto el socialismo real se ha quedado un triunfo del capitalismo con características casi universales. Pero decir de esto no basta: ¿qué tipo de capitalismo es el vencedor?, ¿un capitalismo sin reglas?, ¿un capitalismo regulador? Son éstos los conceptos que utilizan, habiendo perdido parte del sentido hablar, como hace una década, de capitalismo anglosajón y capitalismo renano. La globalización ha unificado demasiadas cosas, casi todos los síntomas, muchas tendencias.

Desde principios de los años noventa hay dos características en el sistema que sobresalen por encima de las demás. La primera es la acumulación de crisis financieras cada vez más frecuentes (con más cadencia y velocidad) y más profundas (con mayor capacidad de contagio por amplias zonas del planeta). La secuencia es impresionante: Europa en 1992 (con el debilitamiento del Sistema Monetario Europeo), México en 1994 (destrucción del paradigma de país que ha hecho la apertura y va hacia la modernidad, que vendió su presidente Carlos Salinas de Gortari, en quien se pensaba entonces para presidir la Organización Mundial de Comercio), Asia en 1997 (otro mito triturado: el de los tigris y los dragones asiáticos), Rusia en 1998 (democracia sin Estado) y América Latina en 1998 y 1999 (los países emergentes que habían hecho los deberes que los ortodoxos les habían impuesto, no han conseguido la inmundidad). Las excepciones –los sobresaltos– predominan sobre la regla –la normalidad–. Esta concomitancia de convulsiones pertinentes e imprevisibles (¿e inevitables?) en el sistema conlleva una serie de situaciones comunes que han multiplicado en el final del milenio:

- a) Privatizaciones. Los sectores públicos empresariales creados tras la posguerra mundial se han desmantelado casi en su totalidad. A veces e han hecho por criterios ideológicos: las más, por necesidades financieras del Estado: para cubrir los enormes déficit públicos y la deuda. Las privatizaciones no han sido siempre sinónimo de un aumento de la competencia en el sector privado; a veces, las empresas privatizadas han continuado funcionando en régimen monopolio u oligopolio, o han sido entregadas a desaprensivos con intereses distintos de la gestión, o amigos de los gobernantes (creando un *sector privado gubernamental*). En la mayor parte de los casos, las privatizaciones han tenido enormes costes en términos de despidos.
- b) Transición inédita del socialismo al capitalismo. En todo el antiguo bloque soviético, incluida la URSS, y también se podría decir, con otras peculiaridades, en la gigantesca China. Ello ha reajustado de otro modo el tradicional poder económico mundial, con la aparición de nuevas oligarquías que no tuvieron que hacer la acumulación

1. GLOBALIZACIÓN FINANCIERA: LA NUEVA ECONOMÍA INTERNACIONAL

originaria de capital porque ésta les fue regalada en buena parte. Estas transiciones se han revelado como muy difíciles y quebradas.

- c) Una nueva categoría de países que han conseguido diferenciarse de las antiguas naciones pobres o en vías de desarrollo. Son los países emergentes, considerados como los beneficiarios directos del fenómeno de la globalización al ser capaces de disputar, al menos, las enormes migajas del capitalismo internacional.
- d) Concentración del capital, mediante una oleada de fusiones y adquisiciones. Se busca el tamaño para competir, reducir costes laborales y ampliar cuota de mercado. Los estudios indican que la mayor parte de estas fusiones tardan mucho tiempo en manifestar los beneficios adicionales y las sinergias de las empresas concentradas.

La segunda característica es la **financiarización de la economía**. Lo financiero ha pasado al primer plano, es lo hegemónico; lo productivo o lo industrial es subsidiario de lo financiero. Ello se ve, sobre todo, en el protagonismo que han adquirido las bolsas de valores. Este fenómeno supone el fin del modelo de revolución capitalista que estuvo vigente en los últimos dos siglos y el inicio de una segunda revolución del capitalismo, y no su muerte, como pronostico con escaso éxito marxismo. No es el capitalismo el que está en crisis; es la crítica del capitalismo la que lo está por no haber percibido a tiempo su cambio de faz. Dentro de las bolsas de valores, no son las empresas tradicionales las que están protagonizando la revolución, sino aquellas vinculadas a las nuevas tecnologías, a lo virtual, al *planeta internet*. Estas últimas, que no crean mucha mano de obra ni centros de trabajo, están generando, en los últimos años entre el 35 y el 40 % del crecimiento de la economía norteamericana, la más dinámica del planeta, y este porcentaje va en aumento. Se está dando una progresiva dualidad entre las empresas de la órbita de Internet y el resto, aunque de los 6 000 millones de habitantes en la tierra, apenas tres centenares de millones utilizan por el momento Internet. En Wall Street, casi el 25 % de la capitalización bursátil en 1999 provenía de las empresas tecnológicas, incluidas en las relacionadas con Internet. Por las acciones de estas compañías se pagan precios que suponen treinta, cuarenta, cincuenta dólares por cada dólar de beneficio esperado.

Veamos un ejemplo de *logros* bursátiles: el de los laboratorios farmacéuticos estadounidenses Pfizer, creadores del Viagra. Según explicaba *Le Monde*, la capitalización bursátil de esos laboratorios se eleva en 1998 a 135000 millones de dólares. Pues bien, la consultora McKinsey estimaba que un 64 % de esa capitalización (86 400 millones de dólares) estaba representada por los intangibles, por activos distintos a los materiales. La Bolsa no valora los inmuebles y las máquinas de Pfizer, sino la capacidad de ganar dinero. Hay tres componentes en la capitalización Pfizer: los beneficios esperados de la explotación de productos que figuran actualmente en el catálogo de los laboratorios farmacéuticos, entre ellos la píldora contra la impotencia masculina, la Viagra (estos beneficios representan apenas un 15 % de la capitalización); los beneficios futuros de los productos que Pfizer cuenta con lanzar a corto plazo (el 21 % de la capitalización); y los proyectos de investigación en que se trabaja más aquellos en los que se podría trabajar, de lo que no se sabe con rigor cuáles pueden tener éxito y los que resultarían placebo o fracasos de los investigadores. Estos proyectos, no realidades, significan el 64 % de la gigantesca capitalización bursátil de Pfizer: no se trata, en términos

1. GLOBALIZACIÓN FINANCIERA: LA NUEVA ECONOMÍA INTERNACIONAL

de valoración financiera, más que de posibilidades, fundadas en el análisis del valor científico de los equipos, sus resultados precedentes, la continuidad de la estrategia de la empresa. Las esperanzas de crecimiento explicarían, en este caso, dos terceras partes del valor que los inversores conceden a la acción Pfizer.²⁶

Luego esta la libertad absoluta de los movimientos de capitales. No existe ese mismo grado de libertad en las mercancías y los servicios, y mucho menos en trabajadores y personas. Lo material cede el puesto a lo virtual. Estos movimientos de capitales se comportan con irracionalidad muchas veces, como demuestra la historia reciente, y no tienden al equilibrio como afirman los neoliberales más dogmáticos. Ausente la regulación del capital, la explicación del mercado, según Hayek, no es más que un "cuento navideño o algo parecido a estas películas bienintencionadas de Frank Capra". Según el Premio Nobel austriaco, el mercado funciona más o menos así: el empresario, bajo su responsabilidad, decide qué valores el produce, qué servicios ofrece y cómo lo hace; en su actividad empresarial, es totalmente libre. El consumidor, por su parte, es libre de elegir, de acuerdo con su renta, entre los valores y servicios que le ofrece el empresario. Este último trabaja en un contexto de libre competencia, inversores y precios adecuados al beneficio esperado. El mercado proporciona al empresario información sobre la demanda y la oferta, y las coordina. Los productores, independientes entre sí, reciben indicaciones de los consumidores acerca de los bienes que deben producir y a qué precios. Aspiran a vender bienes y prestar servicios de la mejor manera posible, vendiéndolos al precio más barato para atraer clientes. Es la smithiana mano invisible del mercado. El comendo del Estado es tan sólo garantizar al mercado la posibilidad de ejercer su función sin obstaculizar su trabajo y protegerlo de injerencias ajenas.²⁷

El escritor ruso Alexandr Zinoviev dice que esta deserción angélica del mercado le recuerda un chiste soviético: "una maestra de una guardería de Moscú cuenta a los niños lo maravillosa que es la sociedad soviética: un niño se echa a llorar y la maestra, emocionada, le pregunta por qué. El niño le contesta que, oyéndola, le han entrado muchas ganas de ir a la URSS..."²⁸

Es necesario distinguir la imagen ideológica de la economía del mercado, de la imagen real. La principal causa de la amenaza que pese sobre los ciudadanos de todo mundo no es tanto la mundialización como la libertad absoluta de los movimientos de capitales que, incontrolados, desregulados, pueden acabar casi instantáneamente con cualquier economía nacional o regional, en virtud de cálculos estrictamente financieros y de corto plazo. Nadie está libre de este tipo de crisis imprevisibles. Nadie puede decir con sensatez: *aquí no puede ocurrir*. Hay una intrusión brutal de los mercados financieros en la gestión de empresas, un conflicto latente entre las políticas a favor del crecimiento y la *confianza del inversor*. A los inversores les gusta obtener ganancias a corto plazo, pero dado ese conflicto es una falacia situar la confianza del inversor por encima del objetivo de progreso. Las principales metas de una política progresiva (es decir, de una intervención democrática) deben

²⁶ Harry Ganser, *Globalización y competencia*. Le Monde Diplomatique, México 1995.

²⁷ Vega, Francisco, *Los premios nobles de economía*. Ediciones Biblioteca Pórtal, 1995.

²⁸ Alexandr Zinoviev, *Russian Dreams*, Political Economics, 1991.

ser el desarrollo sostenido, el aumento del consumo, la lucha contra la fractura social y el desarrollo tecnológico; la confianza del inversor no debe ser más que un instrumento, no una finalidad²⁷.

Las burbujas financieras que precedieron a la Gran Depresión de 1929 o la de Japón en los años ochenta coincidieron con coyunturas gloriosas de baja inflación o grandes avances tecnológicos y con poblaciones narcotizadas para los problemas futuros. En 1999 se cumplieron setenta años del crash de 1929 y con tal motivo se rememoraron algunas circunstancias que lo hicieron posible y se establecieron ciertas analogías con la coyuntura actual. En aquel año, Estados Unidos vivían inmerso en los felices veinte. Cuenta Galbraith en su famoso libro *El crash del veintinueve*: "La producción y el empleo eran altos y aumentaban constantemente, los salarios no subían demasiado y los precios eran estables. Aunque muchas personas eran todavía muy pobres, eran más los acomodados confortablemente, los prósperos y adinerados, en una palabra, los más ricos que nunca... los negocios eran prósperos y permitían ganancias que se incrementaban rápidamente: ciertamente era una suerte ser hombre de negocios en aquella época... Merecía la pena volver a considerar la idea de una inexorable ley de la compensación: los diez buenos años habían de pagarse con diez malos... en los treinta".²⁸ En ese periodo, Estados Unidos vivía de las rentas de la I Guerra Mundial: hegemonía del dólar, enormes exportaciones a América Latina y a una Europa en reconstrucción, explosión de sectores como la construcción o el automóvil, aumento espectacular del crédito, etc.

A mitad de la década de los veinte había algunos síntomas de aterrizaje suave de la economía, aunque casi inaceptables todavía en la vida cotidiana. Como unas tijeras abiertas se iba separando la actividad real de la financiera, lo que suele ser una especie de trompeta anunciadora de periodos fuertemente especulativos. Galbraith ha insistido en casi todas sus obras, de forma especial, en la especulación como parte del sistema, que se produce recurrentemente sin que las distintas generaciones se acuerden de los episodios especulativos anteriores. La especulación empieza cuando un precio sube y los presuntamente avisados esperan una alza aún mayor. Por tanto, compran y producen así la alza. Ello atrae más y más compras, y cada una de las alzas de precios afirman el buen sentido de quienes compraron antes. Los que dudán son tachados de enruturas con poca imaginación. Las compras y la buena disposición hacia ellas continúan hasta que se agotan las existencias de compradores mentalmente vulnerables y económicamente de las perspectivas, la fiebre por apartarse, la presión de los acreedores que solicitan el pago de los préstamos que han financiado la compra, obligando así su venta. Escribe el economista de Harvard "Nada ha ocupado tanto la atención de la doctrina económica durante siglos como la necesidad de persuadir a la gente de que el precio de mercado tiene una justificación superior a cualquier preocupación ética".

Poco antes de abandonar la Casa Blanca, en diciembre de 1928, el presidente Calvin Coolidge decía "Ninguno de los Congresos de Estados Unidos hasta ahora reunidos para examinar el estado de la Unión tuvo ante sí una perspectiva tan favorable como la que se nos ofrece en los momentos actuales". El dirigente republicano siguió hablando del "más largo periodo de prosperidad" y de "considerar el presente con satisfacción y encarar el futuro con optimismo, ya que la fuente principal

²⁷ Estelunca, Joaquín. *Apuntes sobre la crisis*. Laurus 1998.

²⁸ J.K. Galbraith. *La Crisis de 1929*. Alanza, Madrid 1994.

1. GLOBALIZACIÓN FINANCIERA: LA NUEVA ECONOMÍA INTERNACIONAL

para esta bendita situación reside en el carácter e integridad del pueblo americano". Unos días antes de dejar su despacho al también republicano Herbert Hoover, ya en 1929, insistía Coolidge en que las cosas iban "perfectamente bien" y que las acciones "estaban baratas a precios corrientes". Todavía en septiembre de 1929, el presidente de la Stock Exchange declaraba: "Se han acabado los ciclos económicos tal como los hemos conocido".

Un mes después comenzaba el crash bursátil, precedente de la Gran Depresión que duró una década y que se trasladó de Estados Unidos a Europa, y de allí al resto del mundo (excepto a la URSS, enmarcado en un sistema de planificación central). En ese octubre había una escapada permanente al mundo de lo irreal: muchos ciudadanos se apalancaban: compraban acciones a plazo con fianza, lo que suponía adquirir un derecho sobre los incrementos de precio, sin los costes de la propiedad. Algunos analistas han estimado que en el martes negro (29 de octubre de 1929) se perdió tanto dinero en la Bolsa de Nueva York como el gastado por Washington durante toda la Gran Guerra.

1.7 Los mercados financieros y globalización financiera.

Dentro del proceso de globalización, los mercados donde naturalmente se comercian los nuevos instrumentos son obviamente los mercados bursátiles, cuyo funcionamiento tradicional—una centralización geográfica de todas las operaciones en un piso de remates y la formación de precios mediante oferta y demandas hechas públicas en el piso—se ha visto transformado en los últimos años.

Actualmente algunos mercados presentan una estructura de funcionamiento adecuada a las nuevas condiciones de la comercialización internacional de los capitales, en la que dicho funcionamiento considera explícitamente la dispersión geográfica de sus participantes como sería el caso, en los Estados Unidos, del mercado NASDAQ (National Association of Securities Dealer Automated Quotations System), el cual es un mercado descentralizado geográficamente, con miles de participantes que, dispersos en todo el territorio de los Estados Unidos, se encuentran comunicados a un sistema electrónico centralizado por medio de líneas telefónicas y por terminales de computadora.

La garantía de la ejecución de las operaciones en el sistema NASDAQ corre a cargo de formadores de mercado (market makers), quienes realizan las posturas de compra o venta de los clientes. Dichos formadores computan por las mejores posturas que los clientes han "depositado" en el sistema electrónico.

Este tipo de funcionamiento de los mercados bursátiles no es exclusivo del mercado NASDAQ, por ejemplo en Gran Bretaña, se encuentra funcionando un sistema similar denominado Stock Exchange Automated Quotation System (SEI AQ) que tiene la virtud de negociar valores listados y/o cotizados en otros centros bursátiles considerados por la Bolsa de Londres como Mercados Designados o Mercados en Desarrollo.

1. GLOBALIZACIÓN FINANCIERA: LA NUEVA ECONOMÍA INTERNACIONAL

1.8 *Los inversionistas en la globalización financiera.*

En los mercados financieros la globalización observa una firme sustitución del tipo de inversionista que realiza la demanda de los valores ofrecidos, en virtud de que el invertir actualmente en el área financiera impone como requisitos un capital a invertir mínimo para aprovechar las oportunidades de mercado, además del seguimiento exhaustivo de información relevante para invertir en valores específicos.

En este contexto, el inversionista individual ha sido desplazado por un nuevo tipo de participantes, los llamados inversionistas institucionales, caracterizados por comerciar grandes volúmenes de valores y por desplazar sus recursos de manera casi instantánea hacia mercados que ofrecen la oportunidad de ganancias superiores a las normales. Son inversionistas institucionales las compañías de seguros, las afianzadoras, las sociedades de inversión, los fondos mutuos y los fondos de pensión, entre estos destacan los denominados Hedge Funds, entidades no reguladas en las que participan inversionistas sofisticados y de altísimo poder económico, los cuales han irrumpido con violencia en las finanzas mundiales. Su fuerza y su capacidad destructiva son incuestionables, el hedge fund de George Soros, el fondo "Quantum" fue capaz de vencer al Banco Central de Inglaterra en una memorable batalla financiera en los días que siguieron a la caída del sistema monetario de Breton Woods. De esta testura es el fondo "Long Term Capital Management", el cual fue dirigido por el célebre arbitrajista de Salomon Brothers John Meriwether, bajo los consejos de la economía financiera científica de los Premios Nobel Robert Merton, el fanático monetarista de las finanzas perteneciente a la famosa Escuela de Chicago y el sensato Myron Scholes, uno de los inventores de la famosa ecuación de valoración de opciones Black and Scholes.

El "Long Term Capital Management" hasta antes de su dramático colapso en 1998 había sido considerado por Wall Street el fondo de fondos, el fondo que con la sofisticada técnica de arbitraje financiero sería capaz de eliminar el "riesgo económico" por toda la eternidad, y el cual se desmoronó rápidamente, bajo el comportamiento caprichoso de los mercados financieros internacionales.

Pero además, en el ámbito internacional se observa una nueva configuración de las instituciones financieras en su papel de inversionistas institucionales. En el caso de la Unión Americana, los tenedores de valores financieros más relevantes habían sido los bancos comerciales, las instituciones de ahorro y préstamo y la banca de inversión. Con las transformaciones del sistema financiero, los principales tenedores de valores financieros ahora son los fondos de pensión, los bancos comerciales y los fondos mutuos.

1.9 *El desarrollo de la Globalización Financiera Contemporánea.*

1. GLOBALIZACIÓN FINANCIERA: LA NUEVA ECONOMÍA INTERNACIONAL

En el primer cuarto de siglo de posguerra, la "dorada época" de gran crecimiento de la producción y el comercio, se acumulan cuantiosos excedentes financieros, que van a fortalecer los mercados de capitales. Se forma la "masa" de la futura transformación de los mercados financieros dentro y a través de las fronteras.

Las instituciones que regulan e intermedian estas crecientes masas de dinero se van transformando, en una natural puja dialéctica entre mercados y Estados. A medida que crece la fuerza de los mercados, éstos buscan liberarse de limitaciones (regulaciones) para maximizar su potencial de beneficios. Los estados, por otra parte, procuran mantener un régimen ordenado que haga más eficiente -transparente y competitivo- el funcionamiento de los mercados y evite los riesgos que su libertad absoluta plantea para el sistema en su conjunto.

Vale la pena detenerse en tres transformaciones que a lo largo de las últimas décadas ocurren en el marco institucional de las finanzas internacionales (y no sólo internacionales), para comprender mejor cuál es la situación actual y, tal vez, cuáles pueden ser sus perspectivas de cambio.

Institucionalmente, en el plano "regulatorio" superior, o sea el régimen de acuerdos internacionales de gobiernos sobre las reglas del juego que debieran aplicarse en las relaciones financieras internacionales, hasta fines de los 1960 se cumplen bastante plenamente los acuerdos de "paz y prosperidad" establecidos en Bretton Woods. Pero estos acuerdos se derrumban a comienzos del decenio siguiente y desde entonces lo que McKinnon³¹ llama las reglas del juego del dinero internacional no son explícitas, no son claras, no son estables.

Un rápido recuento de las transformaciones del ámbito monetario internacional ocurridas desde entonces nos ayudará a comprender cuáles son las reglas del juego que van sucediéndose en un mundo rápidamente caracterizado y en parte dominado por la globalización financiera, y las alternativas o dilemas que plantea para su evolución futura. Adelantemos la importancia del tema, que volveremos a tratar más adelante.

Uno de los dilemas más complejos e importantes que surge de una visión estructural, es decir, de mediano o largo plazo es: ¿cómo prevenir que los libres mercados financieros globalizados no generen finalmente una situación en que la razón financiera impere sobre las necesidades fundamentales de producción, empleo y estabilidad de la economía mundial, o, en una visión tal vez exageradamente catastrófica, en que la velocidad de enormes transacciones simultáneas no genere una situación cercana al caos, con resultados desastrosos para la economía mundial, como ocurrió con las grandes crisis de fines del siglo pasado o la Gran Depresión de los '30?

Comencemos con el régimen monetario adoptado en Bretton Woods para la posguerra. Ese régimen se fundaba en paridades cambiarias fijas, ajustables sólo por excepción, y de distinta manera según se tratara de excepciones coyunturales o estructurales. Contemplaba una moneda central de referencia: el

³¹ McKINNON, B. "The Rules of the Game: International Money in Historical Perspective," *Journal of Economic Literature*, Marzo de 1993.

1. GLOBALIZACIÓN FINANCIERA: LA NUEVA ECONOMÍA INTERNACIONAL

dólar, con precio fijo por onza de oro. Se procuraba así lograr la estabilidad cambiaria sin la rigidez del patrón oro (que según las advertencias de Keynes restringía las políticas macroeconómicas nacionales e implicaba peligros de rápida transmisión internacional de crisis nacionales).

A pesar de las reglas escritas, la realidad impuso un patrón monetario internacional que McKinnon resume así: "De hecho se impusieron tipos de cambio y un nivel común de precios para los bienes transables; y la autonomía macroeconómica de los países participantes [en el nuevo orden monetario] fue de nuevo restringida por un patrón monetario internacional... Esto resultó en un tratamiento asimétrico de las naciones [y se está refiriendo principalmente a las naciones industrializadas] con reglas de juego distintas para los Estados Unidos [potencia monetaria hegemónica]³² y para todas las demás."

Vuelve pues en la posguerra a regir un régimen monetario hegemónico, como el que había prevalecido con la libra inglesa en la plena vigencia del patrón oro. Ese régimen hegemónico, asentado en el poderío económico y financiero de los Estados Unidos, proporciona claras y estables reglas y una sólida base monetaria para el crecimiento sostenido de la producción y el comercio mundiales, con bajas tasas generales de inflación, a lo largo de los llamados "años dorados" de la posguerra, que después de un breve período de deterioro concluyen abruptamente al comienzo del decenio de 1970.

En realidad las bases del régimen del poderío y la convertibilidad del dólar en oro se habían ido erosionando desde tiempo atrás. El debilitamiento del respaldo en oro del dólar (que da lugar a crecientes movimientos especulativos contra la moneda hegemónica) y el fortalecimiento de los mercados financieros internacionales va debilitando el régimen monetario establecido. Finalmente, a lo largo de los primeros años del decenio de 1970 se derrumban los muros de Bretton Woods y se pasa de un régimen basado en cambios fijos a otro basado en cambios flotantes. Pero como señala Krugman³³, "el uso de una moneda como dinero internacional refuerza por sí solo la utilidad de esa moneda", y esa circularidad tiene su desplazamiento como moneda central del sistema. Situación que todavía prevalece, aunque ya modificada de hecho por el debilitamiento de la posición financiera de Estados Unidos en el mundo y por el fortalecimiento simétrico de otras monedas cuyas economías proporcionan el financiamiento de los déficits del hegemon.

Junto con el desmantelamiento del régimen de Bretton Woods, la economía mundial entra en un período de estancamiento con inflación, con una enorme volatilidad de tipos de cambios, de tasas de interés, de precios. Para enfrentar esos peligros, después de un fallido intento de replantar un "Bretton Woods" reformado en la carta del FMI, los Estados Unidos adoptan al final del decenio de 1970 un fuerte giro de política monetaria (conocido como el Plan Volcker). Visto en retrospectiva, este cambio monetario tiene los siguientes resultados principales: después de una profunda pero breve recesión, frena de cuajo la inflación, aumenta abruptamente las tasas de interés reales en el mundo, revaloriza fuertemente el dólar, y coincide con la explosión de los déficit fiscal y de balance de pagos

³² Una condición fundamental para la hegemonía monetaria, aun si se le presupone al poder económico y político, es el privilegio de emitir la moneda clave del orden monetario internacional.

³³ KRUGMAN, P. "The International Role of the Dollar: Theory and Prospects", U. of Chicago Press, 1984.

1. GLOBALIZACIÓN FINANCIERA: LA NUEVA ECONOMÍA INTERNACIONAL

de los Estados Unidos (también, como es sabido, contribuye a desencadenar la crisis de la deuda de Latinoamérica, al aumentar abruptamente las cargas de interés de la misma al tiempo que cae la demanda mundial y los precios de sus principales productos de exportación).

Para mediados de los 1980' el dólar se había revalorizado de tal manera que se tenía la impresión de estar en una gran "burbuja" cambiaria que podría explotar con riesgo universal. Aquí se hace presente otro cambio institucional de importancia: el acuerdo entre los "grandes" (G-7), que en realidad es el acuerdo entre Estados Unidos, la Comunidad Europea y el Japón, para actuar concertadamente en el mercado internacional de cambios (como dato interesante: a pesar de sus enormes déficits comerciales, las reservas de Estados Unidos ascienden del orden de 10.000 millones de dólares a mediados de los 1980 a 50.000 millones a comienzos de los 1990). Esto no ha impedido episodios conocidos de especulación o "ataques especulativos" contra divisas, en particular contra divisas de países de la periferia -México en 1995, Tailandia, Indonesia y otros países asiáticos en 1997-98- aunque parece haber contenido parcialmente la volatilidad cambiaria entre las monedas de los principales países industriales (el caso reciente del Japón pone un signo de interrogación a esto último). De todos modos las fluctuaciones de los tipos de cambio dominantes siguen siendo históricamente muy altas como para poder calificarla de "normales".

Otro esfuerzo institucional de los Estados -a través de sus bancos centrales- por reducir los riesgos sistémicos internacionales y nacionales se viene realizando pacientemente desde hace una década al menos en el seno del Banco de Ajustes Internacionales, o Banco de Basilea, con la formulación y concertación de acuerdos multilaterales para homogeneizar las regulaciones y coordinar la supervisión operativa de las bancas nacionales y transnacionales de los países participantes. Estos Concordatos de Basilea, que ya cubren las actividades bancarias de los principales países, procuran ahora, con grandes dificultades, extenderse a las actividades financieras no estricta o tradicionalmente bancarias, que conforman una masa cada vez mayor y constituyen de hecho otra de las transformaciones monetarias internacionales que sustentan la globalización financiera. A ella pasamos.

Desde mediados de los 1960, junto con la erosión de las reservas del dólar, la relativa abundancia de recursos financieros en otros países industrializados, el cuestionamiento político (De Gaulle) de la hegemonía monetaria del dólar y algunos fenómenos especulativos en los mercados cambiarios, surgen instituciones financieras "desligadas" de centros de regulación y supervisión. Nacen en la Ciudad de Londres y se expanden explosivamente después de las convulsiones de comienzos de los 1970. Son los llamados "euromercados" y "centros financieros extraterritoriales".

Estas instituciones "desreguladas" ofrecen a depositantes del mundo ventajas muy grandes sobre la banca institucionalizada: anonimato (inclusive el tributario), liberación de controles, gran movilidad para trasladar fondos de una u otra parte (aumentando la dificultad de "rastrear" origen y colocación de esos fondos). Esas ventajas no quedan limitadas a paraísos fiscales, sino que se extienden por las finanzas internacionales en general, con la transformación de las actividades de los grandes bancos transnacionales y el rápido ascenso de otros intermediarios financieros no bancarios.

1. GLOBALIZACIÓN FINANCIERA: LA NUEVA ECONOMÍA INTERNACIONAL

Sobre este escenario de fines de los 1960-debililitamiento primero y luego desmantelamiento del régimen de Bretton Woods por una parte, y por la otra el florecimiento de instituciones financieras "extraterritoriales" y "desreguladas", se descargan dos "shocks" económicos internacionales, con enormes efectos financieros. A comienzos de los 1970 el "shock" de los precios del petróleo, que genera enormes excedentes líquidos sin posibilidad de colocación en los países superavitarios. Brota una masa de petrodólares que va principalmente a las arcas de los grandes bancos. Para estos el problema se invierte: más que de captar fondos, se trata de colocarlos con ganancia. Ello da origen en buena parte a la crisis de la deuda externa latinoamericana de los '80³⁴: entre 1976 y 1982 la deuda creció de 11.000 a 40.000 millones de dólares; ya a partir de 1980 prácticamente no hubo ingreso neto de capitales, hasta fines de los 1980 o comienzos de los 1990.

Hay un segundo "shock" financiero internacional, del cual se habla mucho menos, a lo largo de los '80: los grandes desequilibrios de las cuentas corrientes del balance de pagos, sobre todo entre los países más importantes del Norte. Estos desequilibrios deben compensarse, como se sabe, por la vía de la cuenta de capitales: los países con "superávit" en cuenta corriente suelen ser exportadores de capital, y a la inversa con los que tienen "déficits". Aquí el factor principal es el gran déficit externo de los Estados Unidos, iniciado en 1982 y que continúa aun hoy en magnitudes superiores a los 100.000 millones de dólares anuales. El financiamiento de este déficit genera grandes movimientos de capital de diverso tipo hacia ese país, que nutren el proceso de globalización financiera.

Esto ocurre, como el "shock" petrolero anterior, después de derrumbados los muros de contención establecidos en Bretton Woods, especialmente a través de la regulación de los tipos de cambio y de los requisitos de equilibrio de balance de pagos. En otros términos, ocurre en un mundo de cambios flotantes³⁵ de un grado de volatilidad al cual parece que nos estamos acostumbrando pero que resulta incompatible -si atendemos a las lecciones de la historia económica del mundo- con períodos de orden, crecimiento y estabilidad. Recordemos que desde el punto de vista de los tipos de cambio -uno de los ejes de las relaciones económicas internacionales-, en la primera mitad de los '80 el dólar se revaloriza con respecto a las otras principales monedas en más de un 50%³⁶; y que se desvaloriza tanto o más aún en los tres años subsiguientes.

Hasta aquí vimos que coinciden dos fenómenos estrechamente vinculados entre sí. Por una parte, una fuerte expansión de masas de recursos financieros para ser intermediados -por organizaciones bancarias y no bancarias- en los mercados de capitales internacionales. Por la otra, trascendentes cambios institucionales en el orden monetario internacional, en sus "reglas del juego" (de cambios fijos a cambios flotantes, de requisitos de equilibrio y una cierta simetría de balances de pagos a fuertes

³⁴ DINEENSON, M. y B. Hopenhayn: "El régimen monetario internacional y la crisis de la deuda", Documentos del CISEA, 1987.

³⁵ Un tipo de cambio flotante es aquel en el cual el valor de cambio de una moneda frente a las restantes no está fijo, sino por el contrario está sujeto a la oferta y demanda de monedas en el mercado cambiario. La flotación puede ser total o limitada por las autoridades monetarias nacionales e internacionales. En contraposición, con un tipo de cambio fijo se supone que el valor de intercambio de una moneda frente a las demás no fluctúa, pues está respaldado por las reservas oficiales. Esto implica la obligación del Gobierno -normalmente a través del Banco Central- de intervenir en el mercado, comprando o vendiendo divisas internacionales de modo de mantener el tipo de cambio establecido.

1. GLOBALIZACIÓN FINANCIERA: LA NUEVA ECONOMÍA INTERNACIONAL

desequilibrios con asimetrías) y en las condiciones de la intermediación financiera (desmantelamiento de restricciones y regulaciones a los movimientos de capital a través de las fronteras).

Sobre estas condiciones potenciales ofrecidas por la masa de dinero móvil y la liberación institucional se descarga el impacto de la revolución tecnológica en la informática y en las comunicaciones. Los cuantiosos fondos acumulados en instituciones altamente desreguladas circulan entonces globalmente a través de los satélites que unen los mercados financieros del mundo en días de 24 horas.

CAPITULO 2

1. GLOBALIZACIÓN Y CRISIS EN EL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

CAPITULO II

GLOBALIZACIÓN Y CRISIS EN EL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

2. La Globalización Financiera

2.1 *El gran poder de la globalización financiera.*

La globalización financiera se refleja cuantitativamente en el espectacular aumento del movimiento internacional de capitales, que se multiplica en cerca de 100 veces entre 1977 (final del "shock" de los petrodólares) y 1996. La enorme masa de dinero que se mueve a través de las fronteras (1.6 billones de dólares diarios según los últimos informes del Banco de Basilea, que es la fuente más fidedigna), puede dividirse en dos esferas, que por supuesto están intercomunicadas: la que flexibiliza y amplía las fuentes del financiamiento internacional para fines de crédito (un gran porcentaje dedicado al financiamiento de desequilibrios de pagos externos), comercio e inversión; y la que se dedica al arbitraje entre activos financieros¹ y a la especulación.

Aunque es sumamente difícil tener estadísticas confiables en un mundo donde las transacciones se hacen a través de satélites de comunicación y teclados de computadoras, hay datos que sirven para ilustrar órdenes de magnitud: las transacciones anuales en los mercados de divisas superan en más de cincuenta (50!) veces el valor del comercio internacional. ¿Dónde va el resto? Es éste uno de los grandes enigmas de la economía internacional contemporánea, que preocupa a los investigadores académicos y a los responsables de la política monetaria de los países centrales. Abunda la literatura económica sobre este tema tan importante y tan controvertible².

En efecto, cabe preguntarse: ¿a dónde van esos miles de millones de dólares que diariamente circulan por las mesas de dinero internacionales sin financiar directamente actividades de inversión física, producción o comercio? He buscado explicaciones en trabajos especializados y en informes de

¹ "El arbitraje es una operación financiera de compra y venta simultánea de un producto o una divisa entre dos o más mercados de modo que diferencias de precios. El propósito del arbitrador es obtener una ganancia de la diferencia de precios, y el efecto de su acción es reducir o eliminar esa diferencia." Macmillan Dictionary of Modern Economics.

² MONTHEL, P. J. "Capital Mobility in Developing countries: Some Measurement Issues, and Empirical Estimates", WP8-1103, International Economics Department, Banco Mundial, Washington, 1993.

2. GLOBALIZACIÓN Y CRISIS EN EL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

organismos internacionales dedicados al estudio de estos temas (FMI, Banco Mundial, OECD, UNCTAD, BIS). No he encontrado respuestas definidas. Al final he llegado a la conclusión de que se ha ido creando en el mundo una suerte de mercado internacional de capitales con muy débiles o alejados vínculos con la producción de bienes y servicios reales. Ese mercado genera su propia renta en un comercio de dinero que en tiempo real y vía teclados de computadoras une mesas de dinero alrededor de la tierra en satélites de comunicación, que se especializan en el comercio de activos financieros, aunque reciben y transmiten señales al mundo de la producción y el trabajo.

El FMI ha estado preocupado desde hace más de una década por la etiología del fenómeno, y se ha concentrado en un síntoma: la "discrepancia estadística"³ de los balances de pagos del mundo. Las cuentas no cierran. Múltiples estudios han tratado de encontrar las fuentes de la "discrepancia". No han llegado a conclusiones más firmes que: "hay que mejorar las estadísticas". Pero influyen la importancia que tienen los tráficos de drogas y de armas, los centros financieros "extraterritoriales" y las argucias de facturación en el comercio internacional. Pensemos en las dimensiones que puede adquirir la acumulación a lo largo del tiempo de este "dinero negro" internacional - que en las "discrepancias estadísticas" oficiales del FMI suma cerca de 50.000 millones de dólares anuales desde hace más de diez años. Pensemos en su peso creciente, no sólo en la economía internacional, sino en las economías nacionales, sobre todo en las más débiles y desreguladas. Aunque nos salgamos del tema de este trabajo, pensemos en su capacidad de influencia sobre el poder político y en su capacidad de corrupción.

2.2. Las 3 fases de la globalización financiera

Como resultado de lo anterior dividiremos el proceso de la globalización financiera en 3 fases claves., las cuales plantean su génesis y desarrollo dentro del presente siglo. La metodología tomada para el establecimiento de estas tres fases es la consecuencia de lo escrito en el capítulo I, donde los flujos comerciales y monetarios empiezan a tomar fuerza en la economía internacional, después de la Segunda Guerra Mundial, donde visualizamos una estrategia de poder en los principales países desarrollados, para así lograr y establecer las condiciones para un acelerado crecimiento económico.

La primera fase comprende el periodo de 1968 - 1980 la cual denomine Fase de Desregulación Internacional e inflación; la Segunda fase comprendida por el periodo 1981-1985 denominada Fase de Desregulación de los Sistemas Financieros Nacionales en los países en desarrollo y por ultimo la Fase tres Cooperación descentralizada abarcando el periodo de 1986-1990. Después de 1990 damos por hecho el termino de la madurez de la Globalización Financiera

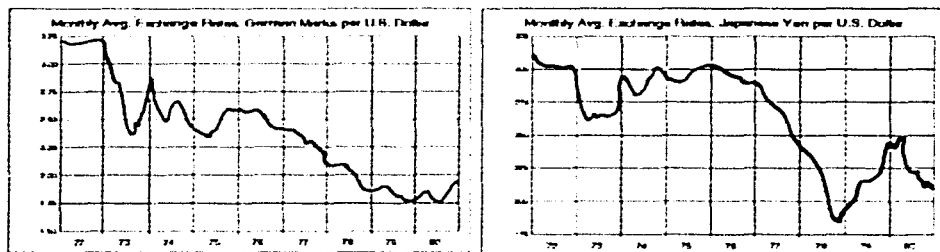
³ Por definición contable, la sumatoria de los superávits de balance de pagos de todos los países incorporados en las estadísticas financieras internacionales debe ser igual a la sumatoria de los déficits. En la economía internacional de fines de siglo, sin embargo registra una anomalía: tales estadísticas revelan diferencias muy considerables, es esta la llamada "discrepancia estadística".

2.2.1 FASE I: La fase de desregulación internacional e inflación, 1968-1980.

Sea como fuere, el inicio del periodo de flotación comenzó simultáneamente con la constitución del primer Sistema Monetario Europeo en 1973. La segunda enmienda del convenio constitutivo del Fondo, acordada en enero de 1976 en Jamaica, se limitó a formalizar esta situación, liberando a los gobiernos del compromiso de sostener las paridades fijas ajustables, lo que fue acompañado, amén de la desmonetización del oro, de la recomendación de evitar grandes y frecuentes oscilaciones.

En ese momento se propaló la interpretación de que se trataba de la transición de un sistema de paridades estables a un sistema estable de paridades. Pero las oscilaciones cambiarían no terminaron. Entre 1970 y 1980 el marco alemán se revaluó 48%, pasando de 3.7 por dólar a 1.8. El yen japonés, por su parte, se revaluó 38% entre 1970 y 1978, de 360 a 220 por dólar.⁴

GRAFICA 1



En el terreno de las instituciones internacionales se produjeron dos consecuencias importantes. La primera fue que el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial perdieron toda la influencia que pudieron haber tenido sobre países de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económico. Incluso el influjo sobre los países en desarrollo se debilitó debido a la facilidad con que el crédito fluyó a través de los bancos privados de los países desarrollados, especialmente de Estados Unidos, que

⁴ Benassy, Agnes et P. Dewy-Fourmer, "La concurrence pour le statut de monnaie internationale depuis 1973" dans Agléta (c) 1995.

adquirieron importancia creciente como prestamistas internacionales para satisfacer tanto a demandantes privados como estatales⁵.

La segunda fue la constitución, en 1975 en Rambouillet, de un nuevo foro, el Grupo de los Cinco, desde 1986 Grupo de los Siete, que se transformará en la instancia internacional, centralizada, excluyente y discrecional, de gestión, entre otras cosas, del sistema monetario internacional.

En el terreno de las actividades financieras privadas a nivel internacional aumentaron las actividades en divisas, todavía principalmente eurodólares. Se produjo también el reciclaje de petrodólares, fruto combinado del primer aumento de los precios del petróleo en 1973 y de la incapacidad de los países exportadores de petróleo de invertir dichos recursos en sí mismos.

El endeudamiento de las empresas y los estados de los países en desarrollo con fuentes no oficiales se expandió rápidamente, lo que explica en parte la relativamente más cómoda posición frente al Fondo Monetario Internacional y al Banco Mundial.

Por otra parte, las fuertes variaciones cambiarias indujeron el crecimiento de los mercados derivados, de futuros y de opciones, tanto sobre monedas como sobre tasas de interés de créditos tramitados todavía predominantemente en el ámbito de intermediación del sistema financiero.

Los sistemas financieros de los países industrializados siguieron relativamente cerrados y organizados en torno al sistema bancario. En los Estados Unidos comenzó a crecer un mercado de títulos de deuda, en parte estatales pero también privadas, bajo la forma de letras de tesorería, fundamentalmente emitidas por los bancos. En los países en desarrollo el hermetismo, que era mayor, perduró más.

El cambio de estrategia de Estados Unidos implicó su liberación del compromiso de la convertibilidad del dólar en oro y la consecuente ampliación de la panoplia de políticas económicas a su disposición⁶. La combinación de políticas monetaria expansiva y fiscal expansiva, fundada ahora principalmente en un crecimiento de la deuda pública, fue acompañada de una caída en la tasa de interés real y un crecimiento de la inflación.

La inflación padecida por los principales países desarrollados, simultáneamente con el primer shock petrolero en 1973, no modificó la conducta de Estados Unidos que prosiguió desarrollando políticas expansivas. Poco después la inflación retrocedió, aunque se mantuvo por encima del promedio de la década de los años ochenta. Pero después del segundo shock petrolero en 1979, volvió a crecer, especialmente en los Estados Unidos.⁷

⁵ Aglietta, Michel (C), *Campanne aux apes Bretton Woods*, Economica, Paris, 2me edition, 1995

⁶ Aglietta, Michel et P. Desy-Fourmer, "Internationalisation des monnaies et organisation du système monétaire", en Aglietta 1994

⁷ Pibou, Dominique, "Desequilibrios mundiales et instabilité financière: La responsabilité des politiques libérales", dans Chesnais 1996.

En la reunión de 1979 del Grupo de los Cinco en Tokio, por iniciativa de Japón y Alemania se logró el acuerdo de frenar las políticas expansivas y definir el combate a la inflación como el objetivo principal.⁸

Los rasgos dominantes de esta etapa fueron, en síntesis, por una parte, un deterioro de las condiciones de acumulación y un acelerado proceso inflacionario, y por la otra la desregulación de las relaciones monetarias y financieras internacionales y el tránsito a un sistema de administración fundado en una instancia internacional informal, de la que participan sólo las grandes potencias económicas y que opero desde el principio en base decisiones concretas.

El primer aspecto puede ser explicado por el agotamiento de la forma de acumulación vigente desde fines de la Segunda Guerra Mundial y por la ineficacia que mostraron las políticas económicas de crecimiento del crédito mediante políticas monetarias y fiscales expansivas.⁹

Estas últimas, sin embargo, y ello tiene que ver con el segundo aspecto, también estaban vinculadas a propósitos competitivos en el mercado mundial. Especialmente en el caso de Estados Unidos, quien después de haber jugado un papel fundamental en la desarticulación del sistema de Bretton Woods, utilizó políticas laxas para sostener su posición relativa en el mercado mundial e impulsó un aumento sostenido de la deuda pública necesario para llenar el hiato creciente entre ingresos y egresos fiscales. La utilización de estas políticas también explica el carácter centralizador, excluyente y desregulado de la más elevada instancia en la que se empezaron a ventilar los problemas económicos mundiales.

2.2.2 FASE 2: La desregulación de los sistemas financieros: Liberalización Financiera 1980-1985.

Chesnais estima que las medidas tomadas por los gobiernos de Estados Unidos e Inglaterra desde la llegada de Volker a la dirección de la Fed y de Thatcher al poder "dieron nacimiento al sistema contemporáneo de finanzas liberalizadas y mundializadas."¹⁰

Pero cabe preguntarse si era posible seguir sosteniendo una política de restricción al movimiento internacional de capitales después de la transformación del mercado de cambios en un mercado

⁸ Gilpin, Robert, *La economía política de las relaciones internacionales*, Ciel, Buenos Aires, 1989.

⁹ Amin, Samir, "El futuro de la polarización global", en González C. y Saxe-Bernández 1996.

¹⁰ Chesnais, François, "Mondialisation financière et vulnérabilité systémique", *Chesnais* (s) 1996b.

2. GLOBALIZACIÓN Y CRISIS EN EL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

especulativo y de que los principales estados decidieran liberarse de responsabilidad respecto a la compatibilización de sus políticas macroeconómicas.

Es razonable imaginar, que la elección de mantener dichos controles, suponiendo que bajo las nuevas condiciones dichos controles hubieran sido eficaces, podría haber deteriorado aún más la situación relativa de Estados Unidos en el mercado mundial. Sobre todo si se tiene en cuenta la restricción de valorización a las que, como todo otro estado en el planeta, estaba sometido.

Pero Estados Unidos modificó su política económica, con el doble propósito de frenar la inflación y contener el deterioro del dólar. Pero en contra de lo acordado en Tokio, siguió aplicando una política fiscal expansiva, pero la combinó, a diferencia de lo ocurrido en la década anterior, con una política monetaria contractiva, todo lo cual condujo a un periodo de aumento de las tasas reales de interés y a una reducción de la inflación.

En materia fiscal los egresos siguieron creciendo más rápidamente que los ingresos y, consiguientemente, el endeudamiento público. Se instrumentaron políticas de atracción de prestamistas extranjeros, entre las cuales la más importante fue la desregulación misma del sistema financiero. La titulación de la deuda pública en los países desarrollados absorbió una cada vez mayor proporción de fondos externos¹¹. Comenzaron también a emitirse obligaciones, sobre todo privadas.

Este cambio de política en la más importante economía en el mercado mundial inició el periodo de los déficits gemelos estadounidenses que, por sus magnitudes absolutas, influyeron perdurablemente sobre el comportamiento de la economía mundial y las relaciones en el mercado mundial.

La importancia relativa del gasto público y del endeudamiento, sin embargo, aumentó en todos los países desarrollados. La relación entre ingreso fiscal y PIB de los principales países industriales que venía creciendo desde 1960, año en que sólo era de 28%, alcanzó en 1980 el 40% y en 1985 el 43%. Pero la relación entre egreso fiscal y PIB creció más rápido aún. Si en 1960 fue del 28%, subió en 1980 al 43% y en 1985 al 47%. Consecuentemente aumentó la tasa de endeudamiento público, que ya venía creciendo desde 1973.¹²

El marco alemán y el yen perdieron terreno frente al dólar debido en parte a la transformación de Estados Unidos en un ciclón financiero. El marco se depreció 60% entre 1980 y 1985, pasando de 1.8 por dólar a 2.9. El yen se depreció menos, 12%, pasando de 220 a 250 yenes por dólar.¹³

¹¹ Amin, Samir, "El futuro de la política sin global", en González C. y Saiz Ferrández 1996.

¹² Fondo Monetario Internacional, Boletín volumen 25, Washington, 1996.

¹³ Artus, Patrick, "Speculation et manipulation des marchés", *Problèmes Économiques* n° 2 492, La Documentation Française, 1996.

2. GLOBALIZACIÓN Y CRISIS EN EL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

Junto con la liberación de las tasas de interés, se inició la desintermediación de demanda de liquidez por parte de los grupos industriales y financieros, lo que provocó un fuerte aumento en la actividad en el mercado de obligaciones, mercado generosamente alimentado por los fondos de pensión y de los fondos mutuos, cuyos activos financieros crecieron espectacularmente.

También crecieron los mercados de derivados y de futuros, que no sólo fungieron como mercados de cobertura, sino que dieron lugar a importantes actividades de especulación desestabilizadora y de manipulación de mercados, conductas racionales desde el punto de vista de la restricción de valorización a la que estaban sometidos los agentes que en ellos operaban¹⁵. Una consecuencia necesaria fue la expansión del apalancamiento de operaciones financieras especulativas. Una parte creciente de las obligaciones emitidas fue de peor calidad. En Nueva York y en Londres se generaron mercados específicos de bonos basura.

La reducción drástica de controles en el movimiento internacional de capitales y la liberación de las tasas de interés produjeron no sólo especulación cruzada, fundamentalmente entre el mercado de cambio y los mercados de obligaciones nacionales, sino la proliferación de obligaciones, derivados y créditos a mediano plazo.¹⁶

La modificación de las condiciones de la esfera financiera de la economía mundial, hasta cierto punto inesperada en los países en vías de desarrollo, tanto por parte de los actores estatales como por parte de las empresas, y el uso no rentable e incluso la dilapidación del ahorro externo, provocó la crisis de la deuda.

El desencadenante fue la crisis mexicana debido al endeudamiento del estado con bancos internacionales mediante préstamos sindicados a mediano plazo. La Fed y el Fondo montaron el rescate de \$8 mm. Una consecuencia fue el impasse entre 1983 y 1986, la fase más dura de la crisis de deuda, de los créditos internacionales a los países en desarrollo endeudados, especialmente a los de América Latina¹⁷.

Como resultado de la crisis de la deuda cambió la suerte que el Fondo y el Banco habían tenido durante los últimos años de la década anterior. Las políticas de supervisión acordadas en 1977, y que hasta entonces habían permanecido en el papel, fueron el punto de partida de una crecientemente fortalecida presencia de estas instituciones en la definición de las políticas económicas de los países endeudados.

¹⁵ Fondo Monetario Internacional, Boletín volumen 26, Washington, 1997.

¹⁶ Andreff, Vladimir, *Les multinacionales globales*, La Découverte, Paris, 1996.

¹⁷ Estray, Jaime y E. Manchón C., *Kennedy Hoy*, Boquerón Universidad Autónoma de Puebla y Universidad Autónoma Metropolitana, No. 44, México, 1997.

2. GLOBALIZACIÓN Y CRISIS EN EL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

Además en 1982 se inició la colaboración explícita entre el Fondo Monetario Internacional y el Grupo de los Cinco que ofreció "fortalecer nuestra cooperación con el Fondo en su trabajo de vigilancia".¹⁷

Puesto que se mantuvo su falta de influencia en la definición de políticas en los países desarrollados, estas instituciones financieras internacionales se transformaron en poderosas organizaciones de supervisión y control de los países desarrollados sobre los países en desarrollo. Las políticas de ajuste promovidas por el Fondo indujeron la apertura de sus sistemas financieros. Sin embargo, entre 1982 y 1986 se produjo un impasse en los créditos internacionales a los países en desarrollo endeudados, especialmente a los de América Latina.

Las tensiones entre los países desarrollados no menguaron e incluso se agravaron, sobre todo debido a la combinación de políticas aplicadas por Estados Unidos. La fuerte apreciación del dólar condujo a una situación en la que la oposición de los europeos y de los japoneses impidió la prosecución de estas políticas. El acuerdo del Grupo de los Cinco en el Hotel Plaza, de septiembre de 1985, implicó el fin de una actitud de "negligencia benigna" estadounidense. Los bancos centrales, incluyendo la Fed, acordaron intervenir si los mercados no conducían a tipos de cambio que reflejaran los fundamentos económicos.¹⁸

Se puede discutir la idea difundida de una pérdida de eficacia general de los estados frente al mercado porque, después de la intensa profundización en la interconexión de los mercados financieros nacionales padecida durante este periodo, bastó la amenaza de intervención coordinada para que se iniciara un proceso de depreciación del dólar. Las intervenciones de los bancos centrales no fueron en general ni necesarias ni significativas. El acuerdo del Hotel Plaza puso fin así a un periodo de falta de cooperación entre los países del Grupo de los Cinco cuyo inicio se ubica en el segundo shock petrolero de 1979.

Se mantuvo como rasgo dominante en esta segunda fase de la globalización financiera la desregulación de las relaciones monetarias y financieras internacionales y la operación de la instancia internacional informal centralizada y excluyente. Las tensiones entre las potencias aumentaron, especialmente debido a las combinaciones de políticas monetaria y fiscal de los Estados Unidos.

Pero lo más destacado fue el abandono de las políticas keynesianas que, más allá de los matices, habían caracterizado todo el periodo de posguerra, inicialmente en los más importantes países desarrollados. Se trató, debe notarse, de un abandono sin género alguno porque la política monetaria se tornó contractiva, pero la política fiscal, que conservó una estructura en que los egresos regularmente superaron los ingresos, siguió siendo expansiva y el endeudamiento público creciente, debido a lo cual el aumento de la importancia relativa del presupuesto y de la deuda pública se volvieron problemas cada vez más

¹⁷ Polak, Jacques F. "El fortalecimiento del papel del FMI en el sistema financiero internacional", en Grew y Frenberg 1991.

¹⁸ Kenen, B. Peter, "El uso del crédito del FMI", en Grew y Frenberg 1991.

2. GLOBALIZACIÓN Y CRISIS EN EL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

preocupantes. Este abandono, que se inició en los países desarrollados pero que se generalizó rápidamente, y al que de modo impreciso se ha venido denominando política neoliberal, no implicó en consecuencia, como frecuentemente se sostiene, una pérdida de la importancia relativa del estado, sino un abandono de las viejas formas de intervención.

Otro importante rasgo fue la desregulación de los sistemas financieros nacionales y la aparición del segundo gran mercado especulativo, el de obligaciones, que redujo la importancia de la intermediación financiera y facilitó la vinculación internacional de la esferas financieras nacionales.

A la desregulación de las relaciones económicas internacionales del periodo anterior se unió la desregulación de las relaciones económicas internas. Ante las dificultades de la acumulación, a las que se agregaron las de la competencia en mercado mundial, el proceso de construcción del viejo andamiaje regulatorio se intensificó.

2.2.3 FASE 3: Cooperación e Integración Mundial 1986-1990.

Pero el retorno de la cooperación en materia de política macroeconómica no implicó la eliminación de las tensiones entre las potencias. Es cierto que casi simultáneamente con el acuerdo del Hotel Plaza se inició la octava ronda del Acuerdo General de Aranceles y Comercio, hecho que puede ser interpretado como un fortalecimiento del multilateralismo¹⁷.

Pero junto a la intensificación del proceso de integración en Europa Occidental, Estados Unidos comenzó, con la firma del tratado con Israel, una etapa de acuerdos que anunciaban su disposición a desarrollar relaciones preferenciales bilaterales y, más tarde, multilaterales regionales. Este cambio fue en parte el origen a la discusión, que aún perdura, en torno a la posibilidad de que los acuerdos de integración pudieran transformarse en bloques cerrados.

La eficacia de las potencias en el manejo de los tipos de cambio se repitió en la instrumentación de lo acordado en el Louvre en febrero de 1987. Se pasó de la afirmación de que los mercados no se comportaban de acuerdo con los fundamentos económicos, como se había sostenido en el acuerdo del Hotel Plaza, a comunicar la defensa de márgenes de intervención.

A diferencia de la situación de 1985, se consideró ahora que el dólar había caído en exceso y la adopción de bandas originó una polémica entre quienes las proponían más estrechas y rígidas, como Kenen, y quienes consideraban su establecimiento un grave error, como Feldstein.²⁰ Las bandas se sustentaban mediante intervenciones concertadas y manipulación de los tipos de interés. En todo caso

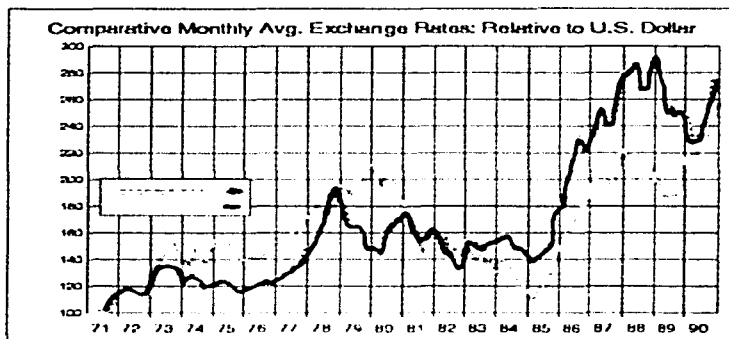
¹⁷ Fondo Monetario Internacional, *Informe*, volumen 25, Washington, 1990.

²⁰ Kenen, B. Peter, "El uso del crédito del FMI", en *Chen y Feenberg* 1994.

2. GLOBALIZACIÓN Y CRISIS EN EL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

después del acuerdo del Louvre las oscilaciones de los tipos de cambio fundamentales fueron menos pronunciadas, aunque estuvieron lejos de ser estables.

Para el período en su conjunto, el yen y el marco alemán se revaluaron frente al dólar. El marco 50%, al pasar de 2.9 dólares en 1986 a 1.5 en 1990. El yen 42%, pasando de 250 a 86 por dólar.²¹



Fuente: Pacific Exchange Rates Services

En lo que respecta a los sistemas financieros nacionales de los países desarrollados, en Gran Bretaña se modificó profundamente el mercado bursátil, en lo que fue conocido como el Big Bang de la City. Esta desregulación concluyó la incorporación del mercado bursátil como un gran mercado especulativo, en el que el arbitraje y las transacciones crecieron significativamente. Inmediatamente le siguieron liberalizaciones similares en las demás plazas financieras importantes y creció asimismo la emisión de acciones. Este nuevo espacio de expansión de las finanzas directas redujo aún más la importancia relativa de la intermediación financiera.

En octubre de 1987 se produjo el Crack bursátil en Wall Street que se extendió rápidamente al mercado de derivados de Chicago. Sin embargo fue frenado eficazmente, fundamentalmente gracias al efecto

²¹ Artin, Patrick, 'Speculation et manipulation des marchés', *Problèmes Économiques* n° 2492, La Documentation Française, 1990.

2. GLOBALIZACIÓN Y CRISIS EN EL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

que sobre los mercados tuvo la comunicación de las potencias de que no permitirían la repetición de lo ocurrido en 1929.²²

Pero además el Crack precipitó los esfuerzos internacionales sobre regulación prudencial en el Acuerdo de Basilea de 1988, por el que se convino la convergencia internacional de las medidas y normas de fondos adecuados, cuyo objetivo fue limitar al 8% en 1992 la razón entre fondos propios, que fueron calificados, y los compromisos internacionales de los bancos, a fin de garantizar la solvencia y estabilidad del sistema bancario. Los países del Grupo de los Diez se comprometieron a cumplirlo y luego se difundió su adopción.

El comportamiento fiscal de los principales países industriales se mantuvo en lo fundamental como en el periodo anterior. Si bien se produjo una declinación de la relación del gasto respecto del PIB, de 48% en 1985 al 45% en 1990, los ingresos se mantuvieron en torno al 43%, lo que explica que el endeudamiento siguiera creciendo, aunque a un ritmo menor.²³

En los países en desarrollo avanzó la deregulación de los mercados financieros y, con cierto retraso respecto de los países industrializados, comenzó a operar el mercado de obligaciones. La liberación de los mercados financieros se sostuvo en buena medida merced al retorno a las negociaciones sobre la deuda primero basándose en la propuesta Baker de 1985 y después al plan Brady de 1989. A partir de 1987 se inició una lenta disminución del peso relativo de la deuda de los países de América Latina, sin perder por ello la importancia que tenía, y sigue teniendo, como vehículo de transmisión de las políticas que las potencias, y las instituciones financieras internacionales, consideran adecuadas para los países en desarrollo.

Por oposición a la década que transcurrió entre 1976 y 1985, en la que se puede caracterizar al sistema monetario y financiero internacional como de paridades flotantes e miedo de la liberación en el movimiento de capitales, en el periodo que comenzó con el acuerdo del Louvre se caracteriza por la admistración de paridades flotantes y por el miedo de la regulación de los sistemas financieros nacionales a fin de tomarlos más aptos para la creciente movilidad internacional de capitales.

La globalización financiera alcanzó en esta etapa su pleno desarrollo. A la especulación en el mercado de cambios, fruto de la supresión del sistema de Bretton Woods en el primer periodo, a la que se agregó el arbitraje en el mercado de obligaciones, fruto del endeudamiento generalizado, y en especial, por su magnitud, el de los estados desarrollados, se sumó en esta etapa la especulación en el mercado de acciones, con lo que se completó la gama posible de actividades de crédito arbitrables. Ello sin perjuicio de la infinidad de variaciones posibles que se tradujeron en una amplísima gama de activos financieros en cada una de los tres mercados. Creció también el desarrollo de los mercados de

²² Leblatjian, Gerard, *Économie mondiale. L'après crise, nouvelles théories*, Editions du Seuil, Paris, 1994.

²³ MacEwan, Arthur, *Globalization and stagnation*, Centro de Investigaciones Interdisciplinarias en Humanidades, Coordinación de Humanidades, Universidad Nacional Autónoma de México, México, 1994.

2. GLOBALIZACIÓN Y CRISIS EN EL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

derivados, de futuros y de opciones. Los arbitrajes cruzados entre los tres mercados y las principales plazas financieras del mundo garantizaron desde fines de la década de 1980 una completa vinculación de los mercados financieros de los países desarrollados.

2.3 Inestabilidad y Crisis en el Sistema Financiero Internacional

Es difícil poner la fecha exacta al inicio de la crisis del sistema monetario internacional. Si nos fijamos en los primeros síntomas podríamos retrotraernos a los inicios de la década de los sesenta; si nos fijamos en las causas aún nos podríamos alejar más. Pero si nos fijamos en los hechos más concretamente en los detonantes definitivos de la crisis nos tenemos que situar en los primeros años setenta: 1971 (15 de agosto), con la declaración de la convertibilidad del dólar en oro, y 1973, con la crisis del petróleo que provocó la reacción en cadena de las demás crisis y que —sobre todo— hizo tomar conciencia de la situación. Pero si el principio de la crisis es impreciso, también lo es o lo será su finalización. El desmantelamiento de los regímenes socialistas y la desaparición de la URSS han provocado la detención definitiva del Sistema Monetario Internacional sin que se haya sustituido aún por otro. Ello hace aún más imprevisible su configuración futura.

Por tanto, nos situaremos en un período de tiempo amplio que va desde principios de los años setenta hasta 1990 y quizá durante algunos años más. La situación, no obstante, ha cambiado mucho desde el principio de la crisis y la perspectiva a futuro es que seguirá cambiando aún más.

Dividiremos este período en tres grandes etapas, las cuales servirán para diferenciar los cambios más sobresalientes del Sistema. La primera, el inicio de la crisis y las primeras tomas de conciencia (1971-1978); la segunda, el recrudecimiento de la crisis económica del petróleo y de la guerra fría (1979-1985); por último, la tercera, se caracterizará por la caída del sistema socialista y de la bipolaridad que, dado que rea el elemento esencial del anterior orden, supone la muerte definitiva del mismo. Por debajo de todas estas etapas existe la búsqueda de la definición de un nuevo orden que sustituya al anterior y resuelva sus problemas. Las concepciones de ese nuevo orden han ido evolucionando con los acontecimientos, pero manteniendo ciertas líneas claras que serán la base del orden realmente emergente. Esas concepciones y su evolución, así como las perspectivas de futuro, serán desarrolladas en los siguientes puntos.

2.3.1 Primera Etapa (1971-1978)

Ya abandonado el sistema de tipos de cambios fijo, la principal cuestión era si la flotación tenía que ser < sucia > (controlada por los bancos centrales) o < limpia > (determinada por las fuerzas del mercado). Este tema toma interés en una reunión de los ministros de economía del Grupo de los Diez en París en

2. GLOBALIZACIÓN Y CRISIS EN EL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

marzo de 1973, de esta reunión surgió el acuerdo de que la flotación tenía que ser dirigida.²⁴ Los mercados reaccionaron inicialmente con prudencia ante esta situación. El dólar mostró una ligera revaluación, pero en junio de 1973 se inició una nueva corriente especulativa contra el dólar, motivada por las expectativas de la caída de su cotización, esto provocó un recrudecimiento de las tensiones inflacionistas en Estados Unidos y aumento una especulación en los mercados internacionales de materias primas. Se inició entonces una tendencia devaluadora del dólar la cual se mantendría hasta 1980.

Podemos resumir de manera abstracta las ventajas que prometían los tipos de cambios flotantes:

- ✓ Puede aislar la economía de un país de cualquier perturbación exterior y, en particular, de la transmisión internacional de la inflación.
- ✓ La fluctuación de la moneda permite ajustar automáticamente la balanza de pagos, situándola en la senda del equilibrio. Esto presenta dos ventajas: 1) la seguridad de no tener problemas con el sector exterior y la facilidad para que las políticas económicas internas se dirijan hacia el equilibrio interno
- ✓ El sistema de flotación aumenta la capacidad de política monetaria para conseguir sus objetivos últimos.
- ✓ Se supone que con un sistema de cambios flexibles desaparecen las crisis especulativas experimentadas por algunas divisas bajo el sistema de cambios fijo.

Los resultados en cada uno de los frentes señalados no han sido los que eran de esperar ya que ninguno de los anteriores puntos se ha cumplido con satisfacción.

El régimen actual, que significó el virtual abandono de toda regla cambiaria, permitió a la economía mundial hacer frente a las crisis petroleras de 1973 y 1979 y asimilar con relativa suavidad el desarrollo de mercados financieros internacionales y la creciente importancia económica de Europa y Japón. Sin embargo, para muchos observadores el desempeño del actual sistema es poco satisfactorio debido a la alta volatilidad que prevalece y los frecuentes desalineamientos de los tipos de cambio provocados principalmente por los mercados financieros.

En octubre de 1973 estalló la guerra entre Israel y los países árabes. En protesta por el apoyo de los Estados Unidos y Holanda a Israel, los miembros de la OPEP, impusieron un embargo de petróleo a aquellos dos países. Temiendo un trastorno mayor en el abastecimiento de petróleo los compradores pujaron hacia arriba el precio de mercado del mismo mientras que acumulaban existencias por lo que pudiera pasar, los países de la OPEP aumentaron los precios a sus principales consumidores. En marzo de 1974 el precio del petróleo se había cuadruplicado respecto a su precio anterior a la guerra, pasando

²⁴ Larrañaga, R. Un nuevo orden Mundial, Espasa Calpe, Madrid, 1991

2. GLOBALIZACIÓN Y CRISIS EN EL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

de 3 dólares por barril a 12 dólares por barril. Este incremento aumento los precios de la energía y los productos derivados del mismo, lo cual tuvo el mismo efecto macroeconomico que un impuesta al consumo ya que este y la inversión se redujeron en el mundo. Debido a este incremento el déficit en cuenta corriente de varios países empeoro. El saldo global de las balanzas por cuenta corriente de los países industrializados, tomados en conjunto, paso de 20.300 millones de dólares en 1973 a (10.800) millones de dólares en 1974, mientras los países en vías de desarrollo que no eran exportadores de petróleo paso de (11.300) millones de dólares a (37.000) millones de dólares.

CUADRO 4

| Balanzas por cuenta corriente 1973-1981 (miles de millones de dólares) | | | |
|--|--------------------|------------|----------------|
| AÑO | PRINC.EXP.PETROLEO | P. VIAS | |
| | | DESARROLLO | P INDUSTRIALIZ |
| 1973 | 6.7 | -11.3 | 20.3 |
| 1974 | 68.3 | -37 | -10.8 |
| 1975 | 35.4 | -46.3 | 19.8 |
| 1976 | 40.3 | -32.6 | 0.5 |
| 1977 | 29.4 | -29.6 | -2.4 |
| 1978 | -1.3 | -33.2 | 14.6 |
| 1979 | 56.8 | -49.7 | -25.6 |
| 1980 | 102.4 | -74.4 | -61.8 |
| 1981 | 45.8 | -85 | -18.9 |

Fuente: Fondo Monetario Internacional, World Economic Outlook, 1983-1991

A medida que el mundo empezaba a entrar en una profunda recesión, la inflación empieza a latir en la mayoría de los países industrializados, en algunos de estos las tasas de inflación estuvieron a punto de doblarse a pesar del crecimiento del empleo (ver cuadro). Un factor que contribuyo a esto fue la crisis petrolera ademas que la presión inflacionista mundial acumulada desde el final de los sesenta se habia arraigado en un proceso de fijación de los salarios y el empleo. Fueron varias las anormales condiciones macroeconómicas que empezó a resaltar un nuevo termino económico conocido como estanflación., una combinación de estancamiento en la producción y alta inflación

2. GLOBALIZACIÓN Y CRISIS EN EL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

CUADRO 5

| Tasa de inflación en países industrializados 1973-1980 (porcentajes anuales) | | | | | | | | |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|
| PAIS | 1973 | 1974 | 1975 | 1976 | 1977 | 1978 | 1979 | 1980 |
| Estados Unidos | 6.2 | 11.1 | 9.1 | 5.7 | 6.5 | 7.6 | 11.3 | 13.5 |
| Gran Bretaña | 9.2 | 16 | 24.2 | 16.5 | 15.8 | 8.3 | 13.4 | 18 |
| Canadá | 7.6 | 10.9 | 10.8 | 7.5 | 8 | 8.9 | 9.2 | 10.2 |
| Francia | 7.3 | 13.7 | 11.8 | 9.6 | 9.4 | 9.1 | 10.8 | 13.6 |
| Alemania | 6.9 | 7 | 6 | 4.5 | 3.7 | 2.7 | 4.1 | 5.5 |
| Italia | 10.8 | 19.1 | 17 | 16.8 | 12 | 12.1 | 14.8 | 21.2 |
| Japón | 11.7 | 24.5 | 11.8 | 9.3 | 8.1 | 3.8 | 3.6 | 8 |

FUENTE: IMF World Economic Outlook 1991.

A medida que la recesión se hacía más profunda a lo largo de 1974 y principios de 1975, la mayoría de los países cambiaron su política económica hacia políticas fiscales y monetarias expansionistas²⁵. Como respuesta a esto se produjo un fuerte recuperación de la producción en la segunda mitad de 1975, al mismo tiempo que se empieza a disminuir la inflación. Pero esta recuperación de la recesión de 1974-1975, se frenó a finales de 1976, el motivo: Estados Unidos adoptado políticas internas que no ayudaron a la economía internacional, con esto había encendido la inflación y empujo de nuevo la balanza de cuenta corriente hacia el déficit. El resultado de esta política desequilibrada – expansión en E.U no acompañada de expansión en el extranjero – provocó una fuerte depreciación del dólar en 1976.

La depreciación del dólar significaba un apreciación del marco y del yen, lo que provocó tensiones deflacionistas en la las economías alemana y japonesa, al desviar la demanda agregada desde sus exportaciones hacia las exportaciones estadounidenses. Para compensar esto, el Bundesbank y el Banco de Japón intervinieron en el mercado de divisas, comprando dólares a cambio de sus propias monedas²⁶. De alguna manera esto ayudó al dólar el cual se mantuvo débil en los mercados internacionales hasta octubre de 1979.

El peso relativo de las grandes potencias había cambiado sensiblemente una vez reconstruidas Europa y Japón. De hecho, Europa Occidental, unida en dos organizaciones: CEE y EFTA, y gracias a su gran crecimiento económico (muy superior al de los Estados Unidos), había adquirido un gran peso económico de forma que no dependía de éste, sino que negociaba a niveles de mayor igualdad (interdependencia económica). Japón también había tenido una evolución parecida y se había

²⁵ De Paz, Baeza, Manocha, Economía Mundial: Tránsito al nuevo Milenio, Piramide, Barcelona 1996.

²⁶ Frankel, Jeffrey A., The Yen/Dollar Agreement, Policy Analysis in International Economics 9, Instituto de Economía Internacional, 1985.

2. GLOBALIZACIÓN Y CRISIS EN EL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

convertido en una gran potencia. Otras economías de segundo orden seguían el mismo camino. De esta forma ya no era posible la hegemonía absoluta de Estados Unidos, que por otra parte estaba sumida en una cierta decadencia relativa debido a sus problemas económicos internos (déficit y pérdida de competitividad).

Esto hizo que, aunque nominalmente parecía que Estados Unidos seguía dominando, alrededor de 1970 realmente estábamos ya en una verdadera economía mundial policéntrica en la que ninguna de las economías sobresalientes en el mundo podía dominar a los demás. La crisis del petróleo y el incremento del precio de las materias primas hicieron, además, que apareciera una división clara en los países subdesarrollados entre aquellos que tenían materias primas que les permitía tener una posibilidad clara de salir de su situación (Tercer Mundo) y los que no disponían de ellas y que, por tanto, tenían muy pocas esperanzas (Cuarto Mundo, los desheredados, los que no cuentan). A su vez, algunas potencias de segundo orden entre los países subdesarrollados emergían con fuerza (China, Brasil, India, los países de la OPEP).

De alguna manera estábamos pasando de la época de dependencia económica (primero de Europa y luego de Estados Unidos) a la era de la interdependencia, donde las relaciones se hacen más complejas por la cantidad de países y zonas que deben tenerse en cuenta y por los distintos grados de asimetría que dentro de la interdependencia se producen: desde la simetría casi total entre los grandes (UE, Japón y Estados Unidos) hasta la dependencia total de los países del Tercer Mundo hacia las grandes potencias. Además, comienza una cierta redistribución de las áreas de influencia con una tendencia clara a los grandes usos económicos.

La importancia creciente del comercio entre todas estas zonas, de las inversiones y traspaso de capital y de la actuación de las empresas transnacionales, va a ser decisiva para instrumentalizar esta interdependencia. Sólo decir aquí que el dominio del dólar en las transacciones económicas internacionales y de las Empresas Transnacionales (ETN) norteamericanas seguía dando una cierta ventaja a Estados Unidos en los equilibrios de poder económico, pero esa ventaja estaba parcialmente contrarrestada por la mayor participación de la UE en el comercio mundial (24% frente al 16% de Estados Unidos en 1970 y el incremento sucesivo de Japón 9% del comercio mundial en 1970).

Pero lo más importante es el incremento de la densidad de las relaciones que hacía muy profunda la interdependencia entre los tres grandes fundamentalmente. Esta interdependencia también se incrementará entre los países del Este y del Oeste, hasta entonces bastante aislados entre sí (el crecimiento del comercio Este-Oeste fue muy superior al crecimiento del comercio mundial en los años sesenta y setenta).

Una de las realidades que se pondrá claramente de manifiesto en esta época es la debilidad de los organismos internacionales para imponer ciertas medidas correctoras o establecer un cierto orden, especialmente contra los estados más poderosos. Esto hizo que se generalizaran otros instrumentos de control o de coordinación: el Grupo de los Siete (constituido en 1975) comienza a tener fuerza dado que reúne a la mayoría de los países más ricos y, por tanto, a la mayoría del poder económico. Este

2. GLOBALIZACIÓN Y CRISIS EN EL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

grupo se empieza a convertir en una especie de gobierno económico mundial o al menos en el foro fundamental de coordinación de las políticas económicas internacionales. También la OCDE amplía sus funciones e influencias. Se hacía necesario -urgente?- alguna medida de este tipo para evitar que el caos generalizado nos llevara de nuevo a la situación vivida en los años treinta, de políticas nacionales que intentarían resolver sus propios problemas; esto sólo conseguiría agravarlos en una espiral de proteccionismo y disminución de relaciones, de desintegración²⁷.

Las Empresas Transnacionales se convierten también en un gran poder a escala mundial. Su proliferación y crecimiento hace que en los años setenta controlen al menos un tercio de la producción mundial. Además, se organizan en torno a la Trilateral para conseguir unos objetivos concretos comunes. La crisis financiera, a su vez, incrementará el poder de actuación de los bancos privados internacionales.

2.3.2 Segunda Etapa (1979-1985)

En 1979 se produce la segunda crisis del petróleo, que aunque es menos intensa que la de 1973 ("sólo" se multiplica por dos el precio de crudo), "lueve sobre mojado", ya que aún no nos habíamos recuperado de la anterior. Los países desarrollados -especialmente Estados Unidos- comienzan a establecer medidas duras de ajuste para reducir sus déficit: proteccionismo comercial, subida de los tipos de interés... Se olvida lo ocurrido en la crisis de los años treinta y se comienza a dismantelar el muy desprestigiado entonces Estado del Bienestar. Comienzan la privatización de servicios públicos y la reducción de los presupuestos de prestaciones sociales: la doctrina Reagan-Thatcher culpaba al exceso de protección social y al sector público superdesarrollado de todos los males económicos que se venían sufriendo durante todos los años setenta. Si el liberalismo económico había fracasado y se había adoptado a la doctrina keynesiana como salvadora de la situación planteada en los años treinta, se consideraba ahora que esta última también había fracasado y los defensores del liberalismo o neoliberalismo económico pudieron hacerse fuertes a falta de una doctrina alternativa mejor, aun conociéndose su fracaso anterior.

Los años posteriores a 1980 trajeron cambios significativos en la economía mundial. Un pronunciado giro hacia un menor crecimiento monetario en los Estados Unidos, acompañado de un aumento del déficit de su presupuesto público, contribuyó a una masiva apreciación del dólar entre 1980 y principios de 1985. El dólar se había apreciado frente al marco alemán un 23.2%. Las economías europeas y los bancos centrales trataron de detener esta fortaleza del dólar entrando al mercado de divisas y comprar dólares por su moneda de igual manera redujeron su tasas de crecimiento monetario impulsando un

²⁷ Bergsten, H., *Global Economic Leadership*, Institute for International Economics, Washington, 1995

2. GLOBALIZACIÓN Y CRISIS EN EL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

alza en los tipos de interés²⁶. Esto condujo a la economía mundial a una profunda recesión, la más importante desde la Depresión de 1929. La crisis de los primeros años ochenta se dejó notar especialmente en los países subdesarrollados, que habían salvado la situación en los años setenta gracias a los créditos excepcionalmente baratos que la banca internacional ofrecía y que suscribieron quizá demasiado alegremente; ahora, sin embargo, los tipos de interés crecían espectacularmente y con ello la sangría económica de los países que se habían endeudado a tipos de interés incluso negativos en términos reales. Comienza el problema de la deuda externa y sus implicaciones internacionales que estudiaremos en su momento.

Comienzan también las dificultades en algunas de las potencias emergentes, especialmente en los países ricos en petróleo. Estos países habían amasado una gran fortuna desde los años sesenta, pero especialmente desde 1973 que les había servido, no para desarrollar sus economías, sino fundamentalmente para adquirir un potencial bélico imponente, fomentado por la industria de armamento de los países ricos, con el beneplácito de los gobiernos que veían ahí una forma de aliviar sus graves problemas económicos²⁷. Con ello llegará la inestabilidad política de la zona, a la que contribuyó de forma muy especial el florecimiento del fundamentalismo islámico y la siempre hostigadora nación israelí. Esto provoca un recrudecimiento de la guerra fría con la invasión de Afganistán en 1980, el momento más delicado de esta época. La cruenta guerra Irán-Irak (1981-1988) es otra muestra de ello²⁸. El error de fortalecer militarmente a Irak en esta contienda, viendo a Sadam Husseín un hombre moderado que pudiera servir de contrapeso al fundamentalismo, provocaría ya en plena tercera etapa del conflicto del Golfo (1990-1991), aunque, por supuesto, éste es un acontecimiento mucho más complejo que no puede ser tratado adecuadamente aquí.

Sólo al final de este período (1984-1985) comienzan a dar fruto los ajustes. La economía mundial tiene una tímida recuperación, pero a un coste excesivamente elevado; la pobreza se extiende no sólo por los países subdesarrollados, sino también en los desarrollados, que además cuentan con una protección social decreciente que no mitiga los efectos de la misma. Ello hace que la inestabilidad social empiece a crecer en la mayoría de los países.

Son años difíciles para todos, pero sobre todo para Estados Unidos, que ve cómo su hegemonía económica se debilita cada vez más en relación con una UE cada vez más fuerte y con más miembros y un Japón que mantiene récords de crecimiento sostenido.

Además, las diferencias entre los países ricos y pobres se incrementan sumiendo a una gran cantidad de países del Norte. La división y jerarquización del Sur se profundiza y ello hace más difícil la integración en un frente común que luche por unos intereses determinados, que si había existido durante los años

²⁶ Clapton Bonazzi, *Alma Mexicana: Nuevo sistema Monetario Internacional*, Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM, México, 1998.

²⁷ Marber, *From Third World to World Class*, Peters Books, Washington, 1998.

²⁸ De paz Baeza Mañé, *La Economía Mundial: El Sur hacia el Nuevo Milenio*, Piramide, Barcelona, 1998.

2. GLOBALIZACIÓN Y CRISIS EN EL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

sesenta y setenta en el Grupo de los 77 o Países No Alineados³¹. La estrategia desde el norte era clara: el Sur es una amenaza, no es posible eliminar por completo la pobreza para evitar el problema; lo que sí se puede hacer es dividir el Sur entre países con posibilidades —con poco esfuerzo— de salir de su situación de pobreza e inestabilidad y aquellos que serían muy costoso sacarlos de su situación. Se ayudará especialmente a los primeros por varias razones: primero por el coste inferior, segundo porque servirán de "tapón" para los demás países y tercero porque supondrá un incremento importante del mercado potencial de los productos del Norte.

Los organismos internacionales siguen siendo —en general— inoperantes y los acuerdos de coordinación se siguen realizando en el seno del G-7 y la OCDE como foros de coordinación de políticas internacionales.

2.3.3. Tercera Etapa (1986-1990)

A partir de 1985 se produce un hecho sorprendente que distorsionará todo el planteamiento. La subida de Gorbachov al poder en la URSS va a desencadenar una serie de acontecimientos. El anuncio de la reestructuración del sistema (*perestroika*) y la liberación de la información (*glasnost*), desde su mismo discurso de toma de posesión, puso todos los sentidos alerta en la esfera internacional. Se comenzó a hablar abiertamente de la crisis profunda del sistema socialista real y la necesidad de transformarlo. Se inicia una tímida reforma que no se resolverá nada mientras en el exterior se desconfía de la estrategia de la URSS. Nadie, en estos primeros años, podía imaginar la evolución posterior de los acontecimientos: la desaparición de la URSS y del bloque socialista por asimilación al capitalismo; el final de la guerra fría y con ello la resolución progresiva de los conflictos bélicos que dispersos por el mundo tenían una relación con ella, Centroamérica, Afganistán, Irán, Irak, etc. No obstante, se crearon o vieron la luz nuevas inestabilidades: Yugoslavia, el sur de la CPEI, las nuevas carreras nucleares entre países emergentes (por ejemplo, la disputa y las pruebas de India y Pakistán).

En mi punto de vista esta etapa es la que más ha transformado las condiciones para un nuevo orden. Ha provocado la eliminación definitiva de la bipolaridad. Todo ello coincide con un amplio período de crecimiento económico (1984-1989) para los países desarrollados, mientras los subdesarrollados viven la década más negra de su historia reciente ("década perdida")³², agobiados por la deuda externa y los desequilibrios internos.

Se produce también un nuevo reparto de influencia entre los grandes. A Europa Occidental le corresponderá tutelar los países de Europa del Este en su transición al capitalismo y a África, mientras que a Japón se le permite tener más influencia en Asia, y Estados Unidos en América Latina. Se

³¹ Op. Cit. 95

³² Maddison, Angus, La Economía Mundial 1980-1992, OCDE, 1995

2. GLOBALIZACIÓN Y CRISIS EN EL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

establecen nuevos organismos o pactos que faciliten esta labor. En definitiva, se profundiza la nueva jerarquización económica a escala mundial, donde Rusia aparece como una potencia de segundo orden con graves problemas para superar su crisis y transformación, y China que va escalando puestos en el contexto internacional y también se consolida como una potencia a tener en cuenta, se segundo orden todavía pero con claras posibilidades de convertirse en una de las grandes. El resto de los países socialistas se dividen entre países con posibilidades de salir de su situación y llegar a un cierto desarrollo económico dentro de la órbita de la UE, y otros que directamente formarán parte de los países del Tercer Mundo.

Esta profundización de la jerarquización económica se complementa con una sucesiva *regionalización* de la economía mundial a lo largo de los años noventa¹¹. A la cada vez más estrecha integración dentro de la UE y su ampliación a nuevos países, le responde Estados Unidos con la creación de una zona de libre cambio con Canadá primero y México después (NAFTA/ TLC) con vocación de extender por América Latina bien directamente (para aquellos países con un mercado potencial importante y una economía lo suficientemente equilibrada: Chile, Brasil, Argentina) o bien a través de la Iniciativa para las Américas para el resto de los países americanos, que recibirían ayuda de Estados Unidos pero con una consideración menor.

Así, en América tendríamos una primera potencia –Estados Unidos– con Canadá casi a su nivel de desarrollo y con una mayor estrecha relación. Varias potencias de segundo orden con una relación también privilegiada con las primeras (México, Chile, Argentina...). Y, por último, todos los demás países de América, con diferencias y jerarquización entre ellos. A su vez entre los países de América Latina se producen varios intentos de integración con mayor o menor éxito; destacamos aquí por su importancia y posibilidades MERCOSUR, que puede convertirse en una potencia con gran influencia en la zona y que desarrolla sus propias relaciones con el contexto mundial (recordemos los convenios de cooperación con la UE, por ejemplo).

Pero es en Europa donde se puede ver el ejemplo más desarrollado y exitoso de regionalización/integración económica. Aquí las relaciones gran en torno y dentro de la UE. La sucesiva integración en la misma de los países europeos no melindros ha hecho que desaparezcan otras realidades como la EFTA, que casi ha perdido su razón de ser, la llamada Casa Común Europea que aglutinaba a través de acuerdos de cooperación o de asociación a todos los países europeos del este en transición hacia el capitalismo, y hoy en día también en transición a la integración en la UE a distinto ritmo cada uno¹². Aquellos países europeos que no se integren en la UE quedarán, no obstante, ligados a ella a través de acuerdos más o menos estrechos. Lo mismo ocurrirá, aunque a otro nivel, con el resto de los países mediterráneos. De alguna manera se le considera "tapón" a la emigración desde el resto de África. A ellos se destina buena parte de la ayuda al desarrollo de la UE. El resto de los países llamados ACP (África, Caribe y el Pacífico) están vinculados a la UE por su antigua relación colonial, actualizada

¹¹ Rosa, María Cristina, México ante los procesos de regionalización en el mundo, Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM, México 1994.

¹² Engerer, Horst, The European Monetary System: Developments and Perspectives, Occasional Papers 73, FMI, Washington, 1990.

2. GLOBALIZACIÓN Y CRISIS EN EL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

a través de los acuerdos de Lomé. Son países que prácticamente no cuentan en el contexto internacional y que la relación con la UE casi se reduce a la ayuda asistencial que reciben de ella y al relativamente escaso, aunque preferente, intercambio comercial.

Por último, Japón, como primera potencia en Asia, ha desarrollado un programa de acercamiento e integración con los países del Sudeste Asiático, especialmente con los nuevos países industrializados (NIC'S), que se han desarrollado muy rápidamente pero no de una forma muy equilibrada y a costa de un trato casi esclavista de los trabajadores, por lo que no es raro que se produzcan crisis. La situación en esta zona está en general menos clara que el resto. No sólo por la situación de crisis, sino también porque las relaciones no se encuentran suficientemente articuladas, y, además, existen potencias de segundo orden aún que muy probablemente accedan a un liderato mayor en no mucho tiempo (China e India fundamentalmente).

Rusia, por su parte, ha tenido un futuro incierto. En las más de década y media de transformaciones no ha sido capaz de poner orden en su economía y depende de las financiaciones del FMI para conseguir los equilibrios inestables en los que se mueve cuando no cae en los desequilibrios más sonoros. De momento, en el mejor de los casos, no pasará de ser una potencia de segundo orden en el tema económico, aunque no así en el político-militar por el enorme arsenal nuclear que mantiene. Australia, líder indiscutible en Oceanía, también debe ser considerada como potencia aunque secundaria, con buenas relaciones tanto con la UE como con Estados Unidos y Japón y los NIC'S asiáticos.

En cuanto a la situación de los organismos económicos internacionales que coordinan este orden, no parece que haya cambiado mucho en esta última década. Siguen estando en segundo plano, excepto los que tienen como finalidad la integración económica que parece que ha tomado nuevo impulso con el éxito de la UE y su moneda única. Esto pone de manifiesto una vez más que la tendencia en el tránsito entre los dos milenios es la mundialización regionalizada que parece va a caracterizar el Orden Económico Mundial de esta primera parte del siglo XXI. Por otra parte sigue el incremento en importancia de las reuniones o "cumbres" periódicas entre los máximos mandatarios de los países más poderosos (Grupo de los Siete) a la hora de coordinar las políticas económicas. No obstante, como veremos en el punto siguiente, se trata de intentos excesivamente tímidos, pero quizá no se pretende más, dado que esta ausencia de regulación y de orden favorece a ciertos agentes económicos internacionales, como son las ETN y los grandes agentes financieros, que abogan por la liberalización total de las finanzas y los mercados, sin organismo ni leyes reguladoras.

No parece que el futuro inmediato pasemos a una situación diferente. La EU con el euro y su Unidad Económica y Monetaria y con sus sucesivas ampliaciones recabará aún más peso relativo en relación con los otros dos bloques, Estados Unidos se mantendrá en una situación estable y Japón sigue debilitándose debido a la crisis de finales de los noventa que parece tiene un calado superior al que en principio se pensaba. China, India y otras zonas seguirán contando cada vez más en el contexto internacional, y los desheredados de la tierra parece que lo seguirán siendo.

2. GLOBALIZACIÓN Y CRISIS EN EL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

Dado todo lo anterior podemos concluir y revisar por ultima ocasión los vaivenes de la economía mundial, en el siguiente cuadro, donde concluimos que la economía mundial al termino de la segunda guerra mundial y ya en el comienzo de la decadencia del Sistema de Bretton Woods ha seguido una característica cíclica donde podemos notar 4 ciclos de crecimiento económico en los países desarrolladas y 2 ciclos mas los cuales han estado desagregados de los ciclos de auge y han tenido algunos periodos de auge y depresión. Así las etapas anteriormente citadas conforman de manera similar la concordancia entre los ciclos desagregados. Donde podemos notar los fuertes cambios que están llevándose a cabo en la economía mundial y donde veremos en el siguiente capítulo el comienzo de una nuevo ciclo de crecimiento y un ciclo de gran recesión.

CUADRO 6
CICLOS ECONOMICOS

| | Dos Ciclos desagregados | | | | | | | |
|--------------|-------------------------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|
| | Cuatro Ciclos | | | | Down | Up | Down | Up |
| | 1960-68 | 68-73 | 73-79 | 79-90 | 1973-75 | 75-79 | 79-83 | 83-90 |
| AUSTRALIA | 5.0 | 5.3 | 2.6 | 3.1 | 1.8 | 3.0 | 1.5 | 4.0 |
| BELGICA | 4.6 | 5.6 | 2.3 | 2.2 | 1.3 | 2.8 | 1.3 | 2.7 |
| CANADA | 5.5 | 5.4 | 4.3 | 2.8 | 3.5 | 4.7 | 1.1 | 3.7 |
| FRANCIA | 5.4 | 5.5 | 2.8 | 2.1 | 1.4 | 3.5 | 1.5 | 2.6 |
| ALEMANIA | 4.0 | 4.9 | 2.3 | 2.0 | -0.6 | 3.9 | 0.6 | 2.9 |
| ITALIA | 5.7 | 4.6 | 3.7 | 2.4 | 1.3 | 4.9 | 1.7 | 2.9 |
| JAPON | 10.1 | 8.8 | 3.6 | 4.1 | 1.0 | 4.9 | 3.3 | 4.6 |
| NORUEGA | 5.0 | 4.7 | 2.6 | 1.7 | 1.9 | 3.0 | 0.1 | 2.7 |
| ESPAÑA | 7.5 | 6.6 | 2.2 | 2.8 | 2.9 | 1.9 | 1.0 | 3.8 |
| SUECIA | 4.4 | 3.8 | 1.8 | 1.9 | 3.0 | 1.2 | 1.1 | 2.4 |
| SUIZA | 4.4 | 4.6 | -0.2 | 2.3 | -2.8 | 1.1 | 1.5 | 2.8 |
| UK | 3.0 | 3.3 | 1.5 | 2.1 | -1.1 | 1.9 | 0.5 | 3.1 |
| USA | 4.5 | 3.0 | 2.6 | 2.6 | -0.9 | 4.3 | 0.7 | 3.7 |
| MEXICO | 4.0 | 3.0 | 1.2 | 1.0 | -2.3 | 2.1 | -1.2 | 2.5 |
| EU AVERAGE | 4.3 | 4.7 | 2.4 | 2.2 | 0.0 | 3.6 | 0.9 | 2.9 |
| OECD AVERAGE | 5.2 | 4.2 | 2.8 | 2.7 | -0.4 | 4.4 | 1.3 | 3.6 |

FUENTE: Elaboracion Propia con datos de Marber "From Third World to World Class" Perseus Books 1996

CAPITULO 3

CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

CAPITULO III

CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

3. La Crisis Financiera Internacional

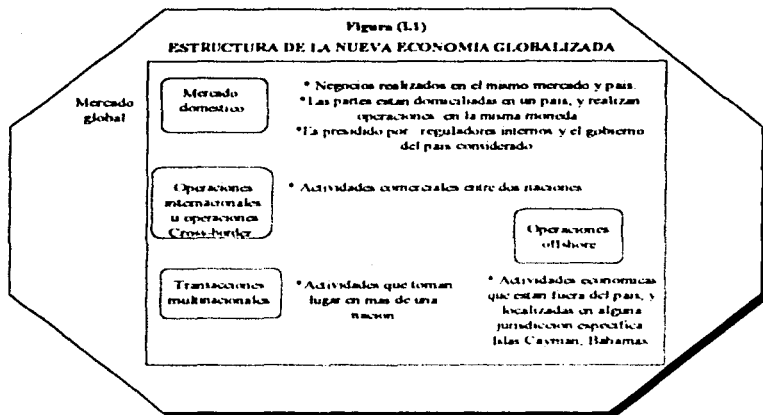
Como hemos conceptualizado en los dos primeros capítulos, una característica central de la globalización financiera es que el movimiento internacional de capitales se concentra en los países industrializados o centrales (véase como ejemplo notable el financiamiento del déficit externo de los Estados Unidos, que en diez años pasaron de ser el mayor acreedor a ser el mayor deudor del resto del mundo).

Lo que llamaremos la nueva economía, se caracteriza por una creciente integración financiera global de los mercados ubicados en distintas áreas geográficas, siendo la dimensión más objetiva de este fenómeno universal, la realización creciente de operaciones financieras y comerciales simultáneas en distintas partes del globo terráqueo, así como una más intensa vinculación en el orden político y económico, expresado por la creación de bloques económicos, los cuales resultan en una menor capacidad soberana para controlar los flujos financieros y comerciales.

La nueva economía globalizada, constituye un fenómeno irreversible, un todo que es capaz de integrar el conjunto de las operaciones más relevantes que ocurren hoy día en el mundo, en donde los diversos mercados aparentemente separados, conforman en la realidad un solo mercado.

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

El diagrama siguiente expresa las diferentes clases de operaciones que integran la economía globalizada de la actualidad.



Pero la globalización financiera también ha creado y sigue creando oportunidades - y riesgos - para un grupo selecto de países, calificados en la jerga financiera como "mercados emergentes" (principalmente del Asia y de América Latina). Lo que implicara la primera parte de nuestro estudio para visualizar la importancia de estos países a nivel internacional y la forma en que los mismo puedan causar algún desequilibrio financiero de grandes magnitudes, como lo fue la primer crisis financiera envergadura, representada por Mexico en 1994 y sus consecuentes efectos de contagio a la economía mundial lo que llevo a reducir las estimaciones de crecimiento de importantes naciones.

La Euforia: Fiebre De Los Mercados Emergentes

La denominación de mercados emergentes lo es en contraparte a los llamados mercados tradicionales o desarrollados. Estos mercados han comenzado un proceso de profundos cambios, desde el punto de vista económico-financiero (encaje legal, coeficiente de liquidez, etc.). A estos mercados arriban grandes cantidades de dinero principalmente vía bolsa de valores. En aquellos países en los cuales el mercado de capitales aún no se encontraba formado o estaba en proceso de crecimiento, hubo un explosivo despertar en los últimos años, comenzando por el oriente (Taiwan, Corea, Singapur, etc.) y llegando a América Latina (principalmente Argentina, Brasil, Chile y México). En la década de los setenta y dado el auge petrolero, los países utilizaron los recursos generados por el petróleo, para financiar su déficit comercial y proyectos petroleros, pero se vio frenado todo esto drásticamente en 1982, cuando México incumplió el pago de sus créditos bancarios a raíz de una alza en las tasas de interés y el desplome en los precios del petróleo ocasionando una crisis de liquidez en México y después en toda América Latina, y otros países subdesarrollados.

Para dar solución a esta deuda, los países de América Latina trataron de reestructurar su deuda y controlar los efectos inflacionarios de la inestabilidad cambiaria para que, después se implementaran reformas económicas para sentar las bases para un resurgimiento de sus mercados de capital. Mientras tanto los países de Asia (Este) gozaban de la entrada de flujos de capital que se canalizaban al mercado de valores, para así financiar el crecimiento de la pequeña y mediana industria.

El proceso de bursatilización fuera del sistema bancario tradicional en Estados Unidos y la expansión de las instituciones financieras no bancarias en el área de la intermediación financiera crearon en ese país una nueva filosofía bancaria, que propició la recirculación del capital hacia América Latina y Asia. Otro factor de suma importancia que ayudó al surgimiento de los Mercados Emergentes fue el compromiso de los países subdesarrollados en implementar reformas económicas y un renacimiento de la ideología de libre mercado de sus gobernantes.

Timothy Heyman hace una análisis de los Mercados Emergentes¹. El concepto de emergencia apareció durante la época capitalista de los ochenta; emergente se extendió de los mercados a las economías, de tal grado que mercado se ha vuelto más importante que economía.

La primera vez que se utilizó el término de Mercados Emergentes fue con el lanzamiento de Emerging Markets Growth Fund Inc. Por parte de la International Finance Corporation (IFC) y el Capital Group en 1986. El objetivo de la inversión del fondo, fue el de buscar crecimiento de capital a largo plazo por medio de la inversión en acciones de países subdesarrollados.

¹ Heyman, Timothy "¿Es México un mercado emergente?" en *Exposición de Urgente*, México, octubre 1995, Año XXII No. 10.

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

Se invirtieron 50 millones de dólares en el fondo, y se estimó en su prospecto de colocación que se necesitarían por lo menos 12 meses para invertir este monto en acciones, por la liquidez de los Mercados Emergentes. Los mercados de capital constituyen la infraestructura más inmediata para movilizar los recursos y concretar las inversiones que se localizan en los principales países latinoamericanos, tanto en los mercados de capital y en la movilización internacional de recursos a las empresas de los países subdesarrollados ; que como se mencionó anteriormente es a raíz de la crisis de endeudamiento (década de los ochenta) que los países subdesarrollados buscan alternativas para incentivar tanto el ahorro interno y la movilización de recursos del extranjero, para así, recuperar y acelerar el crecimiento económico. El renegociar el pago de la deuda externa conduce en cierta medida a disminuir las presiones del pago y en especial terminar las transferencias negativas de capital para que los recursos destinados a esto, ahora vayan destinados a fomentar la actividad productiva. Es importante mencionar que los recursos obtenidos por medio del endeudamiento no son los suficientes para poder incentivar y reactivar la actividad económica en su conjunto. También es importante comentar que la banca privada internacional sigue sobreexpuesta al crédito de los países en desarrollo y además, su cartera de activos también revelan problemas en el manejo de sus créditos domésticos.

Los países subdesarrollados deben de abrir su mercado tanto al comercio como a la inversión extranjera, deben buscar asociarse para enfrentar a la competencia por lo tanto aumentar su productividad y competitividad en sus empresas para así poder entrar a los mercados internacionales.

Los capitalistas que están fortalecidos y enlazados con los mercados financieros del exterior, ayudan a incrementar a inversión extranjera directa, no sólo mediante aportaciones de capital hechas a través de los mercados de valores a las subsidiarias de empresas multinacionales sino que también originan condiciones para empresas e inversionistas extranjeras individuales consideran y realizan inversiones directas. Todo esto se logra mediante políticas de amplien su cobertura, eficiencia y su vinculación con los mercados financieros internacionales.

Las transformaciones en los mercados financieros han llevado a un cambio en la naturaleza y el destino de los flujos financieros internacionales, así como al desenvolvimiento de algunos mercados de capital en los mercados emergentes, esto ha llevado a que dichos mercados tengan un nivel de desarrollo económico mas o menos estable ya que este desarrollo depende decisivamente de la capacidad de rendimiento del sistema financiero y de la asignación de recursos , en lo que respecta a esta ultima, se debe de tener un sistema financiero fuerte el cual dirija los ahorros hacia la inversión con las mejores expectativas de beneficios y con ello contribuir decisivamente a una eficiente asignación de recursos, esta transferencia de ahorros netos de los sectores excedentes hacia los sectores deficitarios, puede efectuar importantes transformaciones en los riesgos, plazos y primas a bajos costos, por tanto los mercados financieros pueden movilizar mas fondos y emplearlos de manera mas provechosa, con lo que acelera el cambio estructural y el crecimiento económico. Aunque los mercados emergentes tiene problemas comunes como la apertura inmediata de su economía, la privatización de sus empresas publicas, el impulso continuo de la inversión extranjera y su gran volatilidad debido a la sensibilidad a todo tipo de rumores, como lo es la especulación que se presenta a causa por la insuficiencia de regulaciones hacia su sector financiero

J. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

Las corrientes de capital privado hacia los países en desarrollo se han triplicado desde 1990, hasta alcanzar un nivel de más de \$ 113,000 millones en 1993, el más alto desde la crisis de la deuda de los primeros años de la década de 1980. Alrededor de la mitad de estos flujos son inversiones privadas de cartera (en forma de bonos e instrumentos de capital social), los cuales alcanzaron un monto estimado de \$ 55,000 millones en 1993². La otra mitad está constituida por inversiones extranjeras directas, impulsadas por una mayor búsqueda de producción a nivel mundial, la fabricación de artículos en países con costos más bajos y las estrategias de comercialización de las sociedades multinacionales. Los flujos de inversiones extranjeras directas se han incrementado también como reacción a las posibilidades de mercado que ofrecen los ingresos en aumento de los países en desarrollo, la liberalización de los regímenes de comercio e inversión de estos países y la revolución tecnológica en el campo de las telecomunicaciones.

En cuanto a las corrientes de inversiones privadas de cartera, los inversionistas han mostrado un alto grado de selectividad: desde 1989, más de la mitad de estas corrientes se han dirigido hacia América Latina, y dos tercios de las mismas han correspondido a 5 países (Argentina, Brasil, Corea, México y Turquía)³.

Este espectacular aumento es reflejo de una serie de factores, entre los que cabe citar la mejora en las condiciones económicas fundamentales y las perspectivas de crecimiento, las privatizaciones en gran escala de empresas en algunos países, la apertura de los mercados de valores a los extranjeros, las diferencias favorables en cuanto a tasas de interés y rentabilidad respecto de los países industriales, la mayor globalización de los mercados de capitales y un traspaso estructural de la carga de la generación de crecimiento económico al sector privado.

La composición de las corrientes de capital que se dirigen hacia los mercados emergentes ha variado a lo largo de los últimos 20 años. En la década de 1970, el financiamiento externo hacia estos países fluía principalmente de los bancos comerciales extranjeros a los gobiernos. En los primeros años de la década de los 80's muchos países enfrentaban cuantiosas deudas externas y considerables limitaciones para tener financiamiento del exterior lo que con el tiempo llevó a graves dificultades para atender el servicio de la deuda⁴.

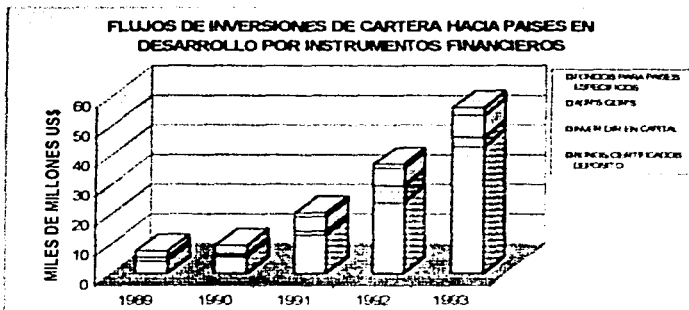
De esta forma a comienzos de la década de 1990, los flujos internacionales de capital privado alcanzaron niveles sin precedentes. Empezó un auge de inversionistas tanto institucionales como privados que querían participar en el Boom de los mercados emergentes. Las inversiones brutas de cartera habían aumentado de unos \$ 7,500 millones en 1989 a alrededor de \$ 55,800 millones en 1993, principalmente en forma de instrumentos de deuda (bonos, certificados de depósitos y efectos comerciales), cuyo volumen pasó de \$ 4,000 millones a \$ 42,600 millones en ese mismo periodo.

² Henderson, Ann Ealing, *Mc Graw Hill*, 1995.

³ Giron, Alicia, Correa Eugenia, *Crisis Financiera Mercado sin Fronteras*, Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM, 1998.

⁴ Calvo Guillermo, *The perils of sterilization*, IMF Working Papers, Washington, 1993.

GRAFICA 3

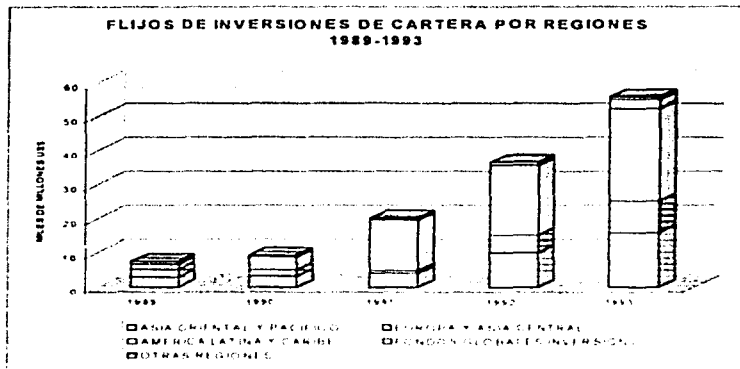


Fuente: Finance & Development, Junio 1994, 150

Si bien esto represento en cierta medida una vuelta de los prestamos del sector publico a los mercados de eurobonos (por ejemplo la República Checa, Hungría y Turquía), en su mayor parte estos fondos fluyeron del sector privado al sector privado. Las inversiones en instrumentos de capital aumentaron asimismo, triplicándose con creces durante el periodo 1989-1993, hasta un nivel de \$ 13,200 millones de dólares, principalmente en conexión con los programas de privatizaciones en gran escala llevados a cabo en unos pocos países latinoamericanos, pero también como reflejo del considerable aumento de las corrientes de fondos hacia Asia Oriental y el Pacífico, atribuible en parte a la apertura de los mercados de valores de los países de esta región a los extranjeros. Por ejemplo, las empresas de China comenzaron a cotizar sus valores en la bolsa de Hong Kong, y Corea suavizo sus restricciones a la participación extranjera en el capital de las sociedades.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

GRAFICA 4

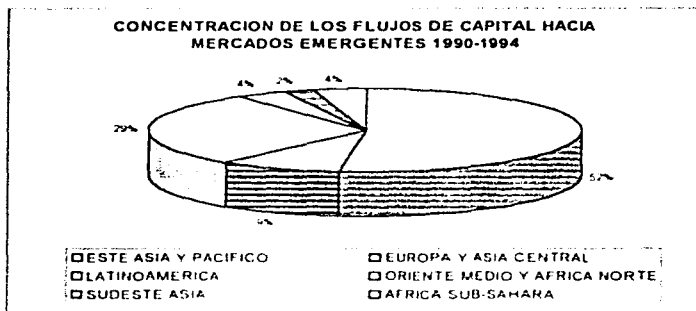


Fuente: *Managing the World Economy*, Institute for International Economics 1995

Como habíamos comentado el nuevo auge en el flujo de fondos hacia los países emergentes estuvo principalmente basado en la colocación de títulos — principalmente en el mercado estadounidense, pero también europeo — de empresas públicas y privadas. De manera que dichos fondos quedaron vinculados directamente a las expectativas de comportamiento económico de las empresas que los emitan, a la dinámica de las privatizaciones y a la capacidad de cobertura otorgada por las distintas garantías. Además de las calificaciones de las agencias especializadas fueron imponiendo los niveles de costo del nuevo endeudamiento, mientras que los intermediarios financieros coladores de las acciones de las empresas locales en los mercados emergentes, fueron abriendo los mercados extranjeros e inyectando en el nivel mundial de las cotizaciones, incluso en términos de dólares.

Se estima que los mercados emergentes recibieron flujos desde los mercados privados de capital: solo por colocaciones de bonos y acciones, 33,000 millones de dólares en 1992 y 71,000 millones en 1993, por inversión directa, 39,000 millones en 1992 y 58,000 millones en 1993. Todo ello sin considerar los flujos de compras directas en los mercados locales de dinero y capitales y los créditos bancarios. Mientras que se estima que los flujos de acciones y bonos alcanzarán en 1994 los 10,000 millones⁶.

GRAFICA 5



Fuente: *Managing The World Economy*, III, 1995

El descenso de la rentabilidad de los activos financieros estadounidenses, vinculado a su contracción de la economía al inicio de los años noventa y la disminución en las tasas de interés fue parte de la explicación del cambio en el sentido de los flujos de capital y de su expansión hacia los mercados emergentes de Asia y América Latina con un ritmo acelerado de innovación y desregulación financiera. Estos hechos se acompañaron de una importante ola de privatizaciones y de apertura de mercados en los países emergentes. Los programas de conversión de deuda por activos (swaps) fueron disminuyendo a la medida en que el mercado secundario de deuda se recuperaban se regularizaban las relaciones entre los bancos acreedores y los países, y los programas de privatización fueron declinando su participación en dichas conversiones. El mercado secundario de deuda contribuyó a sanear el balance de los bancos acreedores pero implicaba también "premiar" con mayor descuento a los prestatarios de peor comportamiento. Así la preferencia de bancos inversionistas por las operaciones de conversión de deuda por acciones fue perdiendo significación. Por otra parte los intermediarios financieros, colocando acciones y productos derivados en los mercados recuperaron una fuente importante de generación de ingresos por comisiones. Así los intermediarios financieros lograron canalizar la demanda por nuevos instrumentos de alta rentabilidad por medio de la colocación de nuevos instrumentos, bursatilizando e internacionalizando no solo a empresas privatizadas, sino también a empresas privadas que no tenían presencia en dichos mercados.

Debemos destacar que el mercado de bonos fue el mercado más dinámico en el auge de retorno de los flujos internacionales de capital hacia los mercados emergentes, aunque también ha sido significativo el mercado de acciones y de ADR's en la medida en que prácticamente no existían antes de 1990. Según datos de la OCDE, la emisión bruta de los países en vías desarrollo alcanzó a representar casi el 9% de la oferta mundial de bonos extranjeros e internacionales e 1993. La oferta procedente para América

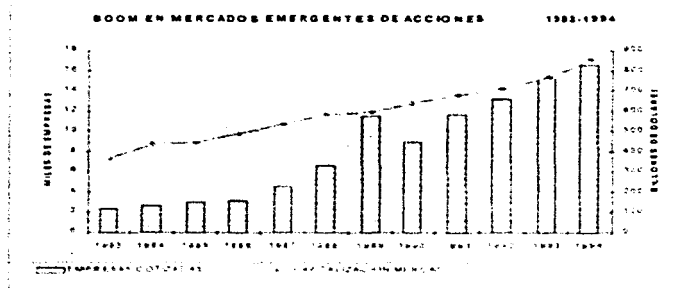
J. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

Latina alcanzó a ser del 3.2% en 1992 y cayó al 2.4% en 1993. A junio de 1994 la emisión total de bonos emitidos por los países subdesarrollados llegó a 117,000 millones de dólares de los cuales 42% fueron prestatarios del sector privado. Los pagos por amortizar, sobre este stock de deuda, fueron creciendo rápidamente, en virtud del estrecho perfil vencimiento de estas colocaciones. Los factores de calificación de los participantes del mercado de bonos son sistemáticamente considerados para el establecimiento de los rendimientos y de la cobertura de riesgo. Los principales elementos a evaluar son:

- 1) las condiciones políticas y la disposición de l gobierno hacia la reforma económica
- 2) las condiciones macroeconómicas, esencialmente la inflación, crecimiento y política fiscal
- 3) Los avances en las reformas estructurales
- 4) La posición en la balanza de pagos y sus perspectivas.

En cuanto a la colocación de acciones de los países emergentes en los mercados internacionales, esta creció rápidamente entre 1991 y 1993. Además de la colocación de acciones, ADR's y GDR's, la compra directa de acciones o de instrumentos en el mercado de dinero por parte de los inversionistas internacionales ha sido una fuente importante de flujos de capital. El crecimiento de los fondos mutuos especializados en los instrumentos de mercados emergentes nos da una idea, estos pasaron de 91 en 1998 a 650 en 1994, sumando un total de activos en 1993 superior a los 81,000 millones de dólares. Este rápido crecimiento también refleja el aumento en el precio de las acciones, en particular durante 1993, cuando el crecimiento en promedio de los índices de precios de los mercados bursátiles de los países emergentes fue de 75%.

GRAFICA 6



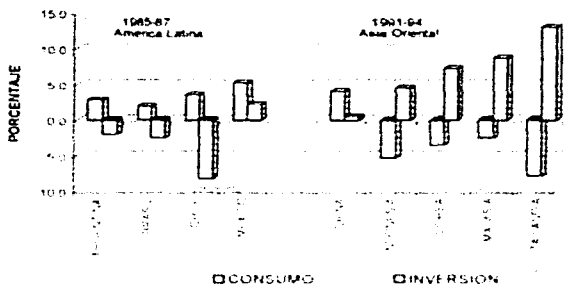
3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

La creciente integración de los países denominados como mercados emergentes en los mercados mundiales de capital aporta grandes beneficios pero también les impone una disciplina más estricta en materia de gestión económica, ya que deja menos margen en los errores de política. Como veremos en el siguiente apartado la Crisis iniciada en México pondrá de relieve la importancia crucial de las políticas acertadas para mantener la confianza de los mercados financieros. Así mismo nos demostrara que una crisis de confianza puede tener un efecto repentino y nocivo, y llegar a afectar a otros países que los participantes del mercado identifican con la misma situación. Dada la velocidad con la que actualmente los capitales pueden entrar y salir de un país, los responsables de las políticas deben prestar especial atención a los indicios de problemas. Es conveniente, por último, ilustrar el contraste entre las experiencias de Asia Oriental y América Latina en cuanto a la gestión del aumento de los flujos de capital privado en los años noventa. Si bien los distintos países de ambas regiones vivieron experiencias diferentes, en general Asia oriental logró atraer los capitales al tiempo que mantenía la estabilidad económica y evitaba la inestabilidad de los flujos.

El éxito se debió a la aplicación de políticas macroeconómicas más acertadas, su menor dependencia de los flujos a corto plazo, y el encuce de fondos hacia usos más productivos. Los capitales entrados en Asia oriental por lo general aumentaron las inversiones; en cambio, en varios países latinoamericanos en especial México fomentaron el aumento del consumo y no el ahorro. Lo cual apreciaremos en el siguiente apartado.

GRAFICA 7

MODIFICACION DEL CONSUMO E INVERSION ENTRE 1985-1987 Y 1991-1994 COMO PORCENTAJE DEL PIB



Fuente: Emerging Markets FactBook

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

3.2. El Precedente: México 1994-1995

Entre 1988 y 1993 México no sólo siguió una estrategia de ajuste económico y reformas que fortalecieron la consolidación fiscal y los cambios estructurales iniciados después de la crisis de la deuda de 1982. Dicha estrategia, que contaba con el apoyo activo del FMI perseguía establecer la estabilidad macroeconómica, reducir el papel del sector público en la economía y sentar las bases de un crecimiento encabezado por el sector privado. Los elementos clave de la estrategia eran el mantenimiento de la disciplina fiscal y monetaria, una reestructuración profunda de la deuda y un programa global de reformas estructurales, que incluían la privatización y la liberalización del comercio. Por ende, la liberalización del sector financiero y de la cuenta de capitales formaba parte de reformas más amplias. La implementación del Tratado de Libre Comercio de Norteamérica (TLCAN) se consideró la culminación del proceso de reformas, un premio para el reformador exitoso y la "consolidación externa" del proceso aludido.

Algunas variables macroeconómicas siguieron una evolución ejemplar. Así, el balance financiero global del sector público registró un superávit de casi 1% del PIB en 1993, comparado con un déficit del 11% del PIB en 1988. La inflación se redujo de 160% en 1987 a 8% en 1993.

Desde 1988 se utilizó el tipo de cambio como ancla nominal principal, apoyado ampliamente por las políticas de ingreso. Como suele ocurrir con tal política, la estabilización basada en un tipo de cambio nominal deriva en una apreciación real de la moneda local, ya que el diferencial entre la inflación interna y externa tarda en disminuir.

Aunque el régimen cambiario experimentó varias modificaciones, que fluctuaron desde un cambio fijo a la paridad móvil y luego a una banda ajustable (que después amplió sus límites), la apreciación continuó. La apreciación del tipo de cambio real se exacerbó debido a las voluminosas entradas de capital que México recibió a principios de los años noventa, lo que provocó una especie de fenómeno financiero similar al de la "enfermedad holandesa".

Estos flujos de capital tenían dos características importantes. Primero, eran muy elevados, en montos absolutos y como proporción del PIB. Segundo, una elevadísima proporción de capital que entraba a México (comparado no sólo con los países asiáticos sino también con los demás países en desarrollo latinoamericanos) venía como inversión de cartera, la que representó 67% de las entradas totales entre 1990 y 1993.¹ Como luego demostró la experiencia pese a ser algo predecible, los flujos de

¹ *Balance Preliminar de la Economía de América Latina y el Caribe 1995. Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), diciembre, 1995.*

² *Carstens, Agustín, Remarks on the Conference "Strategies for Financial Sector Reform in Latin America". New York, Nov. 25, 1996.*

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL.

cartera son potencialmente más volátiles y más propensos a invertir su sentido (en especial si una proporción tan elevada de los flujos de cartera se hallaba invertida en títulos de gobierno a tan corto plazo).

Entre 1990 y 1993 las entradas de capital estuvieron dominadas por los flujos al sector privado, que se benefició de la internacionalización de los mercados de capital mexicanos, en particular respecto de acciones y bonos, que reportaron entradas de 12 000 millones de dólares y 24 000 millones de dólares, respectivamente. Hasta fines de los años ochenta estaba restringida la participación del capital extranjero en las empresas mexicanas.

A fines de 1989, los no residentes representaban sólo 6% de la capitalización del mercado bursátil mexicano. La participación extranjera se aceleró a raíz de la ley bursátil de diciembre de 1989 que liberalizó el acceso para los inversionistas extranjeros. Como resultado de éste (y otros factores) las adquisiciones extranjeras netas de acciones mexicanas, que habían sido inferiores a 1 000 millones de dólares anuales hasta 1989, totalizaron 28 000 millones de dólares entre 1990 y 1993¹. A fines de 1993, los inversionistas no residentes representaban 27% de la capitalización del mercado mexicano, cifra que permanecerá prácticamente invariable durante todo 1994.

México volvió al mercado internacional de bonos en 1990, y las colocaciones de estos instrumentos aumentaron durante los 3 años siguientes, de modo que entre 1990 y 1993 éstas totalizaron 24 000 millones de dólares². Al principio, el acceso de México a este mercado dependió de que estos instrumentos se reforzaran u ofrecieran grandes márgenes de rentabilidad, pero a medida que mejoró su clasificación crediticia esto se fue haciendo innecesario. A estas alturas, México era considerado un "punto de referencia como emisor de bonos". De hecho, fue uno de los pocos países con gran endeudamiento previo en ser catalogado marginalmente debajo del "investment grade" por los principales organismos de clasificación crediticia estadounidenses³; interesa señalar que México no bajó de categoría durante 1994.

Otro elemento importante de las entradas de capital fueron las adquisiciones extranjeras de títulos del gobierno mexicano. Durante los años ochenta los títulos del gobierno denominados en pesos se vendían exclusivamente a los mexicanos residentes. En 1990 el gobierno autorizó la venta directa a los residentes extranjeros (estos últimos ya estaban facultados para efectuar algunas adquisiciones por intermedio de los bancos mexicanos); en 1991 —el primer año sin restricciones— los extranjeros invertieron 3 400 millones de dólares en papeles del gobierno. Las adquisiciones se elevaron rápidamente hasta totalizar más de 18 000 millones de dólares entre 1991 y 1993⁴. Durante este período los no residentes absorbieron prácticamente todo el incremento neto de títulos de gobierno.

¹ Grupo Financiero Bancomer, Informe Económico, Junio 1995.

² Banamex - Accel, Examen de la Situación Económica de México, Marzo-Mayo 1996.

³ Global Finance, Country Reports 1992-1996, Special Edition, 1996.

⁴ Gulliford Jones, Shephard, La crisis del peso mexicano, Revista de la Capital 60, Diciembre 1996.

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL.

Resulta paradójico que una parte importante de la emisión de títulos del gobierno en esos años *no estuviera vinculada con el financiamiento de los déficit fiscales* sino con la esterilización monetaria de las entradas de capital, y que precisamente esa emisión provocara nuevas entradas. La participación de los títulos del gobierno tenidos por extranjeros se elevó 8% a fines de 1990 a 57% a fines de 1993.

Cabe señalar que los inversionistas extranjeros tenían una mayor proporción de pagarés con vencimiento a corto plazo (Certificados de Tesorería de la Nación (CETES) de 1 a 12 meses) y una menor proporción de pagarés con vencimiento a más largo plazo (bonos de 1 a 2 años) que los residentes; en consecuencia, el plazo de vencimiento promedio de las tenencias de los no residentes a fines de 1993 se estimaba en 280 días en comparación con 350 días para las tenencias de los residentes.

Resulta asimismo que durante el período 1990-1993 el sector privado recobró el acceso al financiamiento bancario internacional, con nuevos flujos crediticios que totalizaron 22 000 millones de dólares. Dos tercios de este monto representaron transacciones interbancarias que incluyen depósitos denominados en dólares, por ejemplo los certificados de depósito, a bancos mexicanos.

En general, las autoridades mexicanas no desalentaron estas entradas de capital. Sin embargo, como se destinaron masivamente a certificados de depósito a corto plazo denominados en dólares, las autoridades monetarias establecieron en 1992 un tope de 10% a la participación de las obligaciones extranjeras en el pasivo total de la banca. Además, una suma equivalente a no menos de 15% de las obligaciones en moneda extranjera tenía que colocarse en activos de bajo riesgo o exentos de riesgo. Al comienzo, esto hizo declinar (en 1992) las entradas de capital intermedias por la banca. Sin embargo, una vez que los bancos habían ajustado sus carteras, éstas se reanudaron, en concordancia con los balances en rápido crecimiento de los bancos mexicanos.

El acelerado y sostenido crecimiento del déficit en cuenta corriente desde 1988 alcanzó un máximo de 7.7% del PIB en 1994. Este desequilibrio creciente de la cuenta corriente obedeció en gran medida a la apreciación del tipo de cambio. Este se financiaba —hasta 1993— con la entrada neta de capitales en rápido crecimiento. De hecho, como los flujos netos de capital fueron incluso mayores que los déficit en cuenta corriente hasta fines de 1993, los niveles de reservas en divisas aumentaron de todas maneras.

A la vez que ocurrían grandes cambios en el sector financiero, se producía una rápida liberalización de la cuenta de capitales mexicana. Esto significó facultar a los no residentes para comprar acciones, títulos de gobierno, etc. En parte, estos cambios respondieron al hecho de que los no residentes ya habían logrado sortear las restricciones vigentes, por ejemplo, comprando títulos del gobierno por intermedio de los bancos mexicanos. Sin embargo, el hecho de que las autoridades optaran por liberalizar completamente las restricciones a los no residentes en vez de acentuarlas refleja la filosofía de la apertura. Además las modificaciones regulatorias en los Estados Unidos y en otras partes facilitaron la venta de acciones mexicanas y de otros países latinoamericanos en los mercados internacionales. La suma de todos estos cambios facilitó y promovió la gran influencia de capitales a México. Este auge intermediero en gran parte por el sistema bancario había contribuido

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

notoriamente a expandir el crédito al sector privado (que desempeñó sin duda un gran papel en la abrupta declinación del ahorro privado neto ya analizada).

Hacia febrero de 1994, mes el que el nivel de las reservas en divisas llegó a la cifra máxima de 29 200 millones de dólares. Como las reservas habían crecido tanto el primer bimestre, habría habido cierta discusión sobre la necesidad de reevaluar el peso. Las entradas de capital en ese bimestre fueron cuantiosas, pues las incertidumbres vinculadas con el levantamiento de Chiapas se vieron compensadas por el impacto favorable sostenido de la aprobación del T.L.C.N por el Congreso de los Estados Unidos.

Cambios importantes en la política monetaria estadounidense, que coincidieron con acontecimientos políticos dramáticos e imprevistos en México, disminuyeron notoriamente el atractivo que ejercía el país para los inversionistas extranjeros y nacionales. En febrero de 1994 la Reserva Federal de los Estados Unidos decidió elevar las tasas de interés de 3% a 3.5%. Se preveían nuevas alzas ya que las autoridades monetarias de dicho país estaban empeñadas en desacelerar el rápido ritmo de crecimiento de la economía. De hecho, durante todo el año las tasas de interés estadounidenses aumentaron en seis oportunidades, y la rentabilidad de los pagarés del tesoro estadounidense subió de 3% en enero de 1994 a 5.6% en diciembre de ese año. El diferencial entre los pagarés del tesoro mexicano y estadounidense disminuyó en febrero de 1994 ya que las tasa estadounidenses se elevaron y -cosa extraña- las tasas mexicanas cayeron en 1% al suavizarse las condiciones monetarias. El diferencial volvió a aumentar cuando las tasas de interés subieron por segunda vez (22 de marzo).

Sin embargo, fue el asesinato del candidato presidencial Luis Donaldo Colosio, el 23 de marzo, lo que pareció precipitar en forma más directa la salida masiva de capitales y la disminución espectacular de las reservas en divisas, que cayeron en casi \$11 000 millones de dólares entre el 23 de marzo y el 21 de abril.

De hecho, durante todo el año fue la combinación simultánea de las mayores rentabilidades estadounidenses (muy superiores a las bajísimas rentabilidades existentes a principios de los años noventa) y la mayor percepción de la inestabilidad política -y por lo tanto del riesgo político- en México lo que desalentó el flujo de capitales hacia el país, y en efecto provocó su salida: la prima diferencial comparada con el riesgo diferencial (entre invertir en México y Estados Unidos, en particular) había disminuido notoriamente.

Ante el cambio de percepciones -tanto de los inversionistas nacionales como extranjeros- las autoridades mexicanas siguieron una opción de política que implicó dejar que cayeran las reservas en divisas (las declinaciones ocurrieron en determinados momentos con niveles estables entre medio) y que los no residentes se volcaran de los pagarés del tesoro denominados en pesos (CETES) a los TESOBONOS denominados en dólares.

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL.

La masa de TESOBONOS se elevó de 3 100 millones de dólares en marzo de 1994 a 12 600 millones de dólares en junio de 1994; volvió a subir a 19 200 millones de dólares en septiembre y a 29 000 millones de dólares en diciembre de 1994. Así, la composición de la deuda del gobierno en manos extranjeras se modificó radicalmente: en diciembre de 1993, 70% de ella se hallaba en CETES y 6% en TESOBONOS; en diciembre de 1994, en cambio, 10% se hallaba en CETES y 87% en TESOBONOS¹.

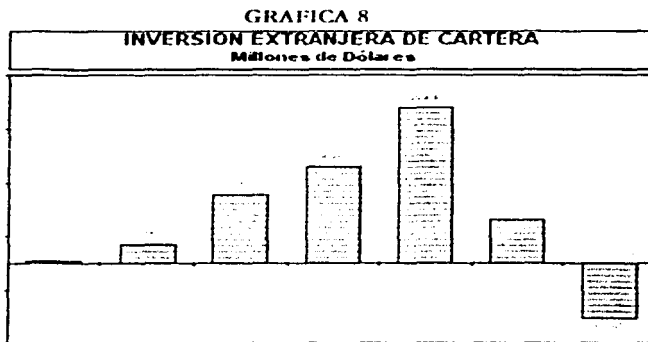
Se dice que eran instituciones como los fondos mutuos estadounidenses los que pasaban de los CETES a los TESOBONOS; parece que si el capital mexicano se sentía nervioso tendía a dejar el país en vez de pasarse a los TESOBONOS.

Este traspaso espectacular reflejó los temores de los inversionistas de que el tipo de cambio no fuera sostenible, y por lo tanto sólo estuvieron dispuestos a quedarse en México en papeles denominados en dólares; en realidad esto significó que esos inversionistas *ya habían salido -por lo menos a medias- del país*. Las autoridades mexicanas los "persuadieron" a quedarse "asumiendo" el riesgo cambiario.

A mediados de 1994 los TESOBONOS poseían varias características inquietantes (su gran magnitud, su tenencia por no residentes cada vez más nerviosos, su denominación en dólares y su vencimiento a muy corto plazo) que los convertían en una potencial bomba de tiempo en las manos de las autoridades mexicanas.

Otro factor muy peligroso y a fin de cuentas decisivo fue la combinación de reservas en divisas decrecientes y la deuda del gobierno a corto plazo denominada en dólares. Cuando desde mediados de 1994 la masa de TESOBONOS sobrepasó las reservas totales en divisas, la situación se tornó especialmente delicada, sobre todo porque papeles eran a tan corto plazo. Además, el hecho de que la deuda estuviera denominada en dólares implicaba que las autoridades mexicanas no podían devaltar su valor en caso de devaluación ni tampoco emitir dinero para servirla. Tampoco podían servirla -si los inversionistas se negaban a refinanciar los TESOBONOS recurriendo a las reservas en divisas, pues desde mediados de 1994 la masa de reservas era menor que la masa de TESOBONOS y la brecha seguía ampliándose.

Durante el segundo trimestre de 1994 (período que incluye el asesinato de Colosio y el alza de tasas de interés estadounidenses) la cuenta de capitales se *deterioró significativamente*, de 7 700 millones de dólares en el primer trimestre (entra algo mayor al promedio de 1993) a 2 000 millones de dólares en el segundo trimestre. La única categoría que se mantuvo firme fue la inversión extranjera directa. Sin embargo, ésta se vio contrarrestada con creces por la baja de las inversiones de cartera (en particular en acciones, pero también en bonos) y por el endeudamiento negativo de los residentes en el exterior.



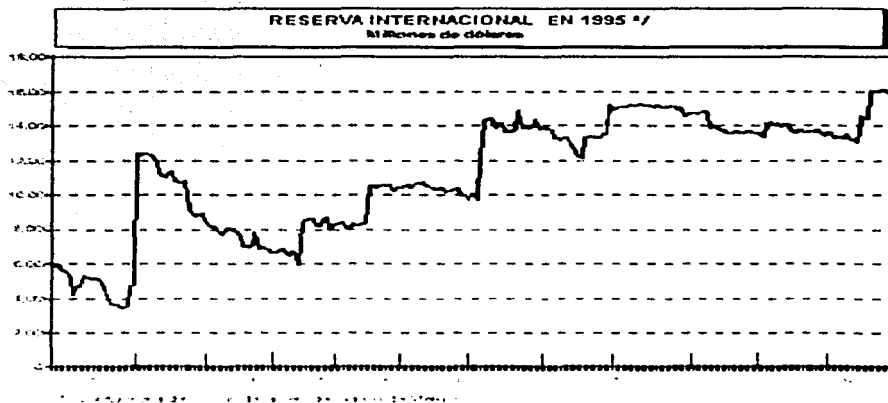
Las entradas al mercado de capitales se recuperaron bastante en el tercer trimestre, pues las condiciones políticas parecieron estabilizarse después de las elecciones presidenciales del 21 de agosto, pero volvieron a declinar espectacularmente en el último trimestre. Empero, en noviembre los extranjeros vendieron acciones y títulos de gobierno.

La preocupación de los inversionistas respecto a la estabilidad política y a las perspectivas de la economía se intensificó en diciembre. El déficit de la cuenta corriente había aumentado rápidamente y, al principio del mes, las noticias sobre la situación en Chiapas desencadenaron una nueva ola de salidas de capital. La resistencia a las nuevas presiones sobre el peso se manifestó principalmente bajo la forma de una intervención esterilizadora. No se puso en práctica ningún nuevo estrechamiento de la política monetaria nacional y el aumento de la oferta de Tesobonos fue relativamente poco importante. Las pérdidas de las reservas de divisas se aceleraron, por lo que hacia mediados de diciembre éstas descendieron a US\$11 000 millones, cuando en febrero habían alcanzado un nivel máximo de casi US\$30 000 millones.

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL.

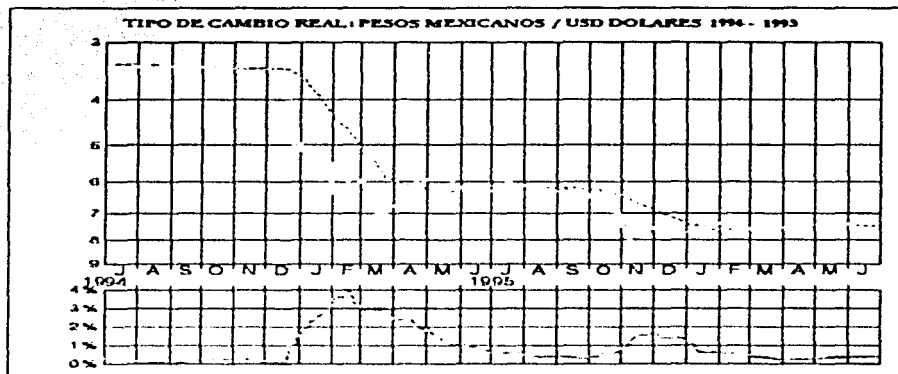
GRAFICA 9



Fuente: Informe Anual 1995, Banco de México

En la medida en que la tasa de pérdida de reservas era claramente insostenible, el gobierno amplió la banda de fluctuación del tipo de cambio el 20 de diciembre, permitiendo así que el peso conociera una devaluación del 15 %. Esta medida había sido negociada y acordada en el marco del Pacto. Su anuncio hizo añicos la confianza de los mercados y, después de una pérdida de más de US\$5 000 millones en reservas para defender el nuevo curso mínimo de la moneda, las autoridades decidieron dejar flotar libremente el peso a partir del 22 de diciembre. A finales del mes, el peso había perdido alrededor del 30 % de su valor con respecto a finales de noviembre. Esta devaluación se agregó a la del 10 % que había tenido el peso desde el principio del año dentro de los límites de su banda de fluctuación. El movimiento a la baja continuó en enero de 1995. A medida que el peso caía, las tasa de interés aumentaban pronunciadamente, el mercado de acciones experimentó una caída de casi el 40 % y los precios de las obligaciones mexicanas se desplomaron en los mercados internacionales.

GRAFICA 10



Fuente: Pacif Exchange Rate Services

La reacción del mercado a la ampliación de la banda de fluctuación del tipo de cambio fue particularmente severa, lo que reflejaba la acción de varios factores. La devaluación representó el abandono del compromiso de largo plazo que había sido la piedra angular de la estrategia política del gobierno anterior, mientras que la demora en instrumentar una estrategia política convincente exacerbó el clima de incertidumbre. En esas circunstancias, los mercados llegaron pronto a la conclusión de que una devaluación del 15 % era demasiado limitada. Además, los inversionistas extranjeros consideraron que no había sido suficiente información cuando se adoptó la decisión de devaluar.

A medida que la crisis se extendía durante los meses de enero y febrero de 1995, la confianza continuaba decayendo como resultado de los efectos secundarios de la devaluación. La caída del tipo de cambio, que fluctuaba entre 6 y 7 pesos por dólar (una devaluación del 40 al 50 % respecto a las cifras previas a la crisis), provocó que los mercados hicieran una nueva evaluación de la capacidad de pago de los deudores mexicanos, tanto públicos como privados. Los dos principales factores de preocupación eran la fragilidad del sector bancario, que rápidamente pareció alcanzar un punto crítico, y la capacidad del gobierno para rembolsar sus obligaciones indexadas al dólar (los Tesobonos).

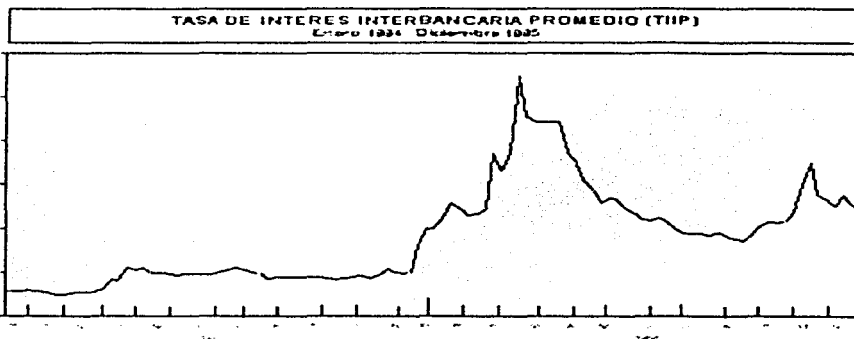
Si bien no se cuenta con información precisa sobre el comportamiento de las diferentes categorías de inversionistas extranjeros, algunos informes puntuales sugieren que, inmediatamente después del

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL.

anuncio de la devaluación, un cierto número de instituciones tenedoras de importantes cantidades de Tesobonos (fondos mutualistas establecidos en Estados Unidos, sobre todo) buscaron retirarse con toda rapidez del mercado mexicano, casi sin importarles el precio de salida. En principio, los tenedores de Tesobonos estaban protegidos contra el riesgo del tipo de cambio, pero tenían la idea de que el diseño de esos títulos los exponía al "riesgo de la conversión".

La devaluación del peso, nuevas alzas de las tasas de interés (hasta más el 60 % a finales de febrero) y el empeoramiento de la situación de la economía real constituyeron también una presión para las empresas y los bancos mexicanos: la capacidad de los deudores para cumplir con las obligaciones pendientes se deterioró rápidamente y, así, la reducción de la capacidad de las empresas para pagar el servicio de su deuda se sumó, a su vez, a las dificultades de la banca comercial, ya fragilizada antes de la crisis monetaria por los altos riesgos que corrieron con el otorgamiento de créditos.

GRAFICA 11



En cuanto a la Bolsa Mexicana de Valores, la euforia especulativa se frenó desde el asesinato del candidato presidencial Luis Donaldo Colosio y de ahí en adelante experimentó una serie de vaivenes, con tendencias decrecientes, la disminución en la entrada de los flujos de capital y la devaluación paulatina del tipo de cambio durante 1995 dejaron de vislumbrar las ganancias de los grandes inversionistas.

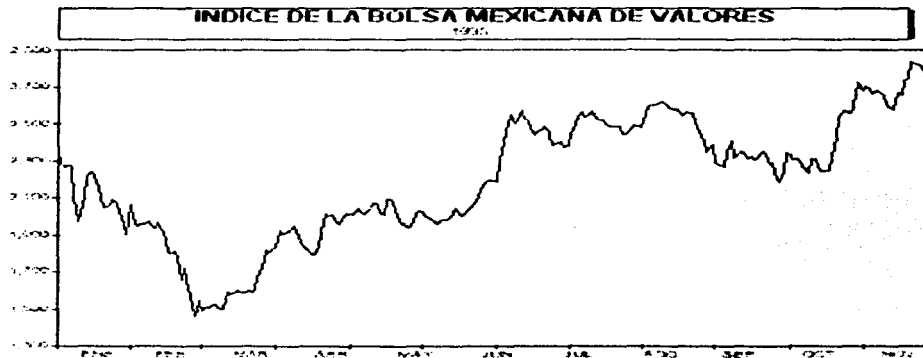
La devaluación originó una caída de 1,400 puntos en febrero de 1995. La salida de capitales que se vio reflejada en esa caída contribuyó a detonar la crisis financiera ante la drástica caída del ahorro total como consecuencia del menor ahorro externo, y en el contexto de un ahorro interno insuficiente.

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

El escaso interés en el mercado accionario mexicano se reflejó en la inversión extranjera en la Bolsa Mexicana de Valores: después de haberse observado flujos netos de 4,783 m.d., 10,717 m.d., y 4,084 m.d., en 1992, 1993 y 1994 respectivamente, en 1995 sólo se recibieron 519 m.d.¹

Como reflejo de la situación económica, un gran número de emisoras de deuda y de capital registraron resultados financieros desfavorables y vieron seriamente afectada su liquidez. Si bien la mayoría de ellas cumplió a tiempo con sus obligaciones, hubo 50 casos de incumplimiento y 73 de reestructuración de adeudos, de entre un total de 348 emisoras.

GRAFICA 12



Fuente: Grupo financiero Interacciones, La economía en cifras, septiembre 1998

Si bien todas las consecuencias de la crisis del mercado de cambios y de capitales tardarían en hacerse sentir, en el momento fue evidente que, para evitar una crisis mayor del sistema financiero, se hacía necesario prestar una atención especial al sector bancario.

Los problemas de la calidad de los balances que experimentaron los bancos mexicanos durante el período que va de 1988 a 1994 se han visto seriamente agravados por los efectos de la devaluación del peso y los incrementos de las tasa de interés.

La crisis monetaria afectó a los bancos de tres maneras principales. En primer lugar, una proporción significativa de los préstamos de la banca comercial a los prestatarios nacionales (aproximadamente el 22% antes de la devaluación y debido a los efectos de ésta 30% a finales de 1994) está denominada en divisas y es casi equivalente en los balances de los bancos a las obligaciones de éstos, también denominadas en divisas, sobre todo con bancos extranjeros. La depreciación del tipo de cambio podría

¹ Grupo Financiero Interacciones, "Bolsa Semanal (Sin Serie)", varios números, Enero 1995 a Mayo 1995.

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

dificultar la capacidad de los deudores de los bancos a pagar sus préstamos denominados en divisas porque algunos de esos deudores no parecen haberse procurado una garantía de cobertura.¹⁰

En segundo lugar, cabe destacar que las altas tasas de interés provocadas por la crisis (muy superiores al 80 % en el mercado interbancario en marzo y abril y alrededor del 45 % hacia mediados del año) afectaron en gran medida la capacidad de pago de los deudores, en particular en un contexto en el que muchos de ellos se encuentran ya sobreendeudados y que la economía entra en recesión. El deterioro de la cartera de préstamos ha afectado las reservas obligatorias y la capitalización de los bancos, además, algunos deudores dejaron de pagar el servicio de sus deudas en divisas con la esperanza de que se diera una recuperación del tipo de cambio o de que el gobierno adoptara algún tipo de medida compensadora.

En tercer lugar, al provocar la elevación del valor en pesos de los balances nominales de los bancos, la depreciación del tipo de cambio redujo sus coeficientes de capital alrededor de un punto porcentual, aun cuando no descendieron globalmente por debajo de los requisitos oficiales mínimos.

A principios de 1995, en respuesta a los problemas de calidad de la cartera de préstamos, las autoridades supervisoras decidieron endurecer las normas prudenciales y aumentar la magnitud de las reservas obligatorias del sistema bancario.

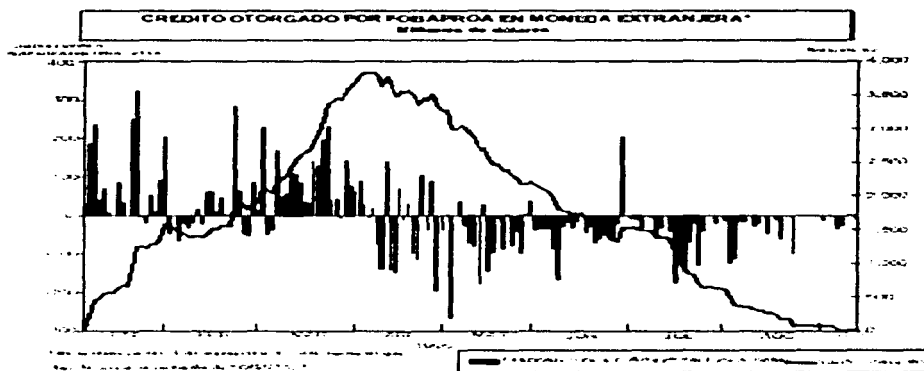
Los nuevos programas de apoyo buscan reducir al mínimo la extensión de los probables subsidios gubernamentales y están destinados a los bancos considerados como fundamentalmente solventes. El apoyo de PROCLAPTE no estará disponible para los bancos que no cuenten con un activo neto positivo y los programas de reestructuración de préstamos excluyen explícitamente toda transferencia de riesgo crediticio de los bancos a los organismos gubernamentales¹¹.

El caso de los bancos insolventes se manejará fuera de esos programas, en el marco de FOBAPROA, el organismo ya existente para esos propósitos. El método normal para abordar tales casos consiste en que FOBAPROA tome el control de las instituciones insolventes y las recapitalice al mejor precio posible. En cuanto a los bancos solventes pero subcapitalizados, no deben descartarse la posibilidad de que, en algunos casos, sea necesario inyectar importantes créditos presupuestales para poner a flote esas instituciones con un activo neto positivo.

¹⁰ Grupo Unificación Bancos y Cuentas, Informe Económico, Sector Bancario, Julio 1996.

¹¹ Banco de México, Exposición sobre la Política Monetaria, México 1996.

GRAFICA 13



La tormenta que azotó los mercados financieros internacionales como consecuencia de la crisis monetaria de diciembre puso en grave riesgo la estabilidad global de los mercados emergentes de Latinoamérica y otras regiones del mundo, por lo que fue imperativa la necesidad de ayudar a México a hacer frente a sus obligaciones inmediatas de liquidez. En los meses de enero y febrero de 1995 se armó un paquete multilateral de rescate financiero cuyos componentes principales son los siguientes:

- ✓ Estados Unidos proporcionará US\$20 000 millones que puede consistir en créditos "swap" (cruzados) a corto o mediano plazo, con vencimiento de 3 meses a 5 años; garantías de títulos a largo plazo, con vencimientos de hasta 10 años, financiadas por el Fondo de Estabilización del Cambio (FEC) del Tesoro de Estados Unidos; o créditos "swap" (cruzados) a corto plazo, con vencimientos de hasta un año, del sistema de la Reserva Federal de ese país. Los primeros US\$10 000 millones fueron suministrados en etapas hasta el 30 de junio; los siguientes US\$10 000 millones fueron puestos a disposición de México el 1° de julio. El suministro de los fondos depende de la puesta en práctica por parte de México de una serie de políticas económicas convenidas con el FMI. La totalidad de las obligaciones de México con Estados Unidos será garantizada, en caso de incumplimiento, por los ingresos provenientes de las exportaciones de

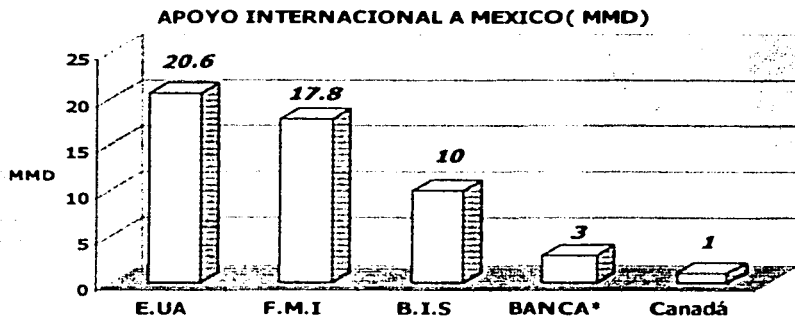
3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

petróleo, que deberán ser depositados en una cuenta especial en el Banco de la Reserva Federal de Nueva York; y

- ✓ 12 100 millones de Derechos Especiales de Giro (equivalentes a US\$17 800 millones) en un acuerdo "stand by" (préstamos contingentes) a 18 meses con el Fondo Monetario Internacional, de los que 5 300 millones (US\$7 750 millones) fueron suministrados inmediatamente, mientras que los siguientes desembolsos quedan sujetos a la puesta en práctica del programa de ajuste económico.

Hacia la primera semana de julio de 1995, México había recibido US\$22 500 millones a través de esos acuerdos: US\$12 500 millones provenientes del Tesoro y de la Reserva Federal de Estados Unidos, US\$300 millones del Banco de Canadá, y el resto del FMI.

GRAFICA 15



* BANCA COMERCIAL INTERNACIONAL EN PROYECTO

Las autoridades mexicanas emplearon esos fondos para tres propósitos fundamentales. Primero, redimir los Tesobonos indexados al dólar y llegados a vencimiento: en julio, el volumen de Tesobonos fuera del banco central había descendido a US\$10 000 millones (de US\$29 000 millones a finales de diciembre). Segundo, parte de los fondos sirvió para refinanciar obligaciones en divisas de los bancos comerciales, como las líneas de crédito extranjeras y los certificados de depósito denominados en divisas: a finales de junio, la suma destinada a tal propósito era de aproximadamente US\$4 300 millones. Tercero, otra parte de los fondos ha sido utilizada para fortalecer las reservas de divisas, que a finales de junio eran de aproximadamente US\$10 000 millones.

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

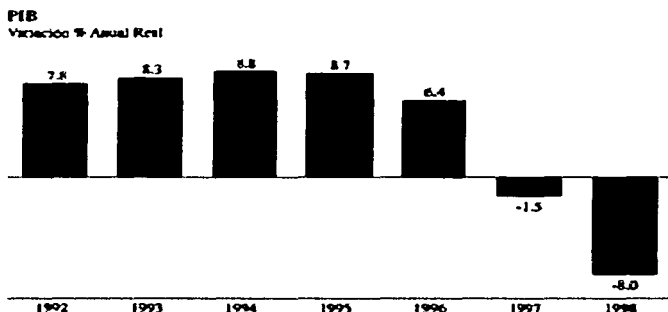
La experiencia de la crisis financiera mexicana reafirma la necesidad de aplicar y tener políticas macroeconómicas compatibles, Y deo ver la importancia de las instituciones políticas y financieras tanto nacionales e internacionales. Por ultimo se demostró la inherente debilidad del actual sistema de cambios en esta nueva economía que estamos vislumbrando, donde las transacciones comerciales y financieras se realizan a la velocidad de la luz, donde los fundamentales pueden caer sin detectarse por un gran lapso de tiempo.

3.3. El Cataclismo: Tailandia y El Fin Del Milagro

A mediados de 1980, la economía nacional comenzó a crecer rápidamente y Tailandia inició el proceso de liberalización de su sistema financiero. Luego, a partir de 1990 y como parte de este proceso, el gobierno eliminó los controles del capital de modo que los fondos pudieran fluir libremente hacia dentro y fuera del país.

En 1993 se creó el Servicio Bancario Internacional de Bangkok, que permitió a bancos nacionales y extranjeros establecidos en Tailandia solicitar créditos en el exterior y prestar dinero tanto en el país como en el extranjero. Como resultado, el reino indochino recibió una enorme cantidad de divisas. Desde 1992 Tailandia gozaba de grandes tasas de crecimiento.

GRAFICA 16



Fuente: The Economist

En cierta medida, esto se debió al aumento de las tasas de interés y a la estabilización del baht, la moneda tailandesa, en 25 unidades por dólar. Las tasas de interés eran mucho más altas en Tailandia que en otros países, y eso hizo que grandes empresas privadas tailandesas comenzaran a solicitar préstamos en el exterior para financiar proyectos¹.

¹ Paizana de la Economía Internacional, Secretaría de Relaciones Exteriores, Argentina 1997

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

Muchos bancos y empresas financieras descubrieron también que era muy provechoso tomar fondos del extranjero y prestarlos en el país. Además, el Banco de Tailandia casi había eliminado el riesgo cambiario al fijar el valor del baht. Los problemas surgieron cuando los préstamos del exterior comenzaron a destinarse a sectores de baja productividad, y se agravaron porque la mayor parte de los créditos estaban desprotegidos contra las fluctuaciones monetarias.

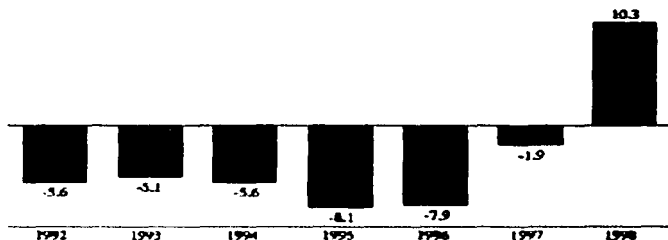
Las industrias del acero y la petroquímica resultaron gravemente afectadas, pero el sector de los bienes raíces fue devastado. La razón es simple: mientras las empresas obtenían préstamos en moneda extranjera, sus ingresos se generaban en bahts, y además obtenían créditos a corto plazo para financiar proyectos a largo plazo². Esto, sumado al hecho de que la mayoría de los fondos tomados del exterior estaban desprotegidos contra fluctuaciones de precio, creó una situación económica extremadamente desfavorable.

Hasta 1995, los bienes y salarios de los sectores de las finanzas y los bienes raíces estuvieron altamente sobrevaluados, lo cual, en retrospectiva, se percibe como una "burbuja" económica a punto de explotar. Pero todo cambió en 1996, cuando un escándalo que involucró al Banco de Comercio de Bangkok hizo que los administradores de divisas comenzaran a revisar cuidadosamente el valor de los créditos que habían concedido a empresas de Tailandia.

Al mismo tiempo, había señales de debilidad económica, en particular un alto déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos. Esto se debió principalmente a que Tailandia importaba mucho más de lo que exportaba. La sobrevaluación del baht y el alto costo de la mano de obra hicieron que Tailandia perdiera su ventaja en el mercado mundial, y las exportaciones comenzaron a caer.

GRAFICA 17

Cuenta Corriente
% del PIB



3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

Una de las principales razones de la sobrevaluación del baht es que fue vinculado a una "canasta de monedas" en la que el dólar representaba más de 80 por ciento. Las tasas de inflación del baht y el dólar fueron más o menos paralelas hasta 1994, cuando la de la moneda tailandesa subió a seis por ciento anual y la del dólar a dos por ciento. Como resultado, el valor del baht frente al dólar aumentó cerca de cuatro por ciento y esto comenzó a afectar adversamente las exportaciones tailandesas a Estados Unidos⁴.

A medida que la economía estadounidense se fortalecía, el valor relativo del dólar subía frente a las otras monedas fuertes, entre ellas el marco, el franco, la libra y en especial el yen. Al estar vinculado al dólar, el baht siguió esta tendencia y desestimuló aún más las exportaciones de Tailandia, particularmente hacia Japón, su segundo mercado.

Además, importantes exportaciones tailandesas como productos textiles y cristales estaban perdiendo su porción del mercado mundial como resultado de la competencia de países con menores costos laborales, como China y Vietnam, mientras las importaciones de materia prima, bienes de capital y artículos suntuarios se mantenían estables⁴.

Al déficit de cuenta corriente se sumó la explosión de la "burbuja" del sector de los bienes raíces, lo que produjo una caída en el precio de los inmuebles y una contracción general del sector. Como consecuencia, muchas compañías financieras que habían otorgado préstamos con dinero procedente del exterior contraieron enormes deudas. Cuando los administradores de divisas advirtieron lo que estaba sucediendo, el flujo neto de capital comenzó a reducirse hasta adquirir valores negativos, lo cual produjo un gran entretimiento de la economía y presión al baht.

A fines de 1997, administradores de fondos de cobertura y comerciantes de divisas como George Soros empezaron a realizar ataques especulativos contra el baht. Pronto se dieron cuenta de que la moneda tailandesa estaba sobrevaluada y las embesndas especulativas lograrían devaluarla.⁵

Poco tiempo después, sin embargo, inversores tailandeses comenzaron a cambiar bahts por dólares en un intento por protegerse de la devaluación de la moneda nacional, pero los exportadores que recibían pagos en divisas descubrieron que les convenía esperar antes de convertirlas en bahts. La venta apresurada sólo contribuyó a una mayor devaluación de la moneda tailandesa, porque la demanda era escasa pese a la gran oferta.

⁴ The Economist, "Why Thailand?" Enero 1998.

⁵ *Ibid.* op. cit. 120.

⁵ Una de las formas de atacar una moneda consiste en realizar contratos a plazo para venderla. En el caso de Tailandia, los administradores de fondos de cobertura prometían cambiar bahts por dólares (a 25 bahts por dólar) en un plazo de tres meses, previendo que una flotación de la moneda tailandesa produciría un retorno más favorable para un dólar, y eso es exactamente lo que sucedió.

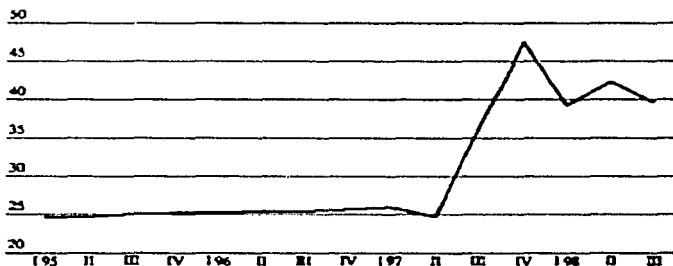
A principios de mayo arremetieron los ataques contra el bath. El banco central tailandés intervino en vano. Además introdujo controles a las transacciones de capital y el mercado cambiario para contener los flujos entre los mercados interno y externos y aumento significativamente las tasas de interés. Estas medidas no restauraron la confianza y las presiones contra la moneda continuaron en junio.

Los países vecinos de la ASEAN (Indonesia, Malasia y Filipinas) sufrieron limitados efectos de derrame que restringieron mediante intervenciones e incremento en las tasas de interés, Malasia además limito los canjes (swaps) de moneda vinculados a transacciones comerciales. Finalmente el egreso continuo de capitales obligo a Tailandia a abandonar el régimen de vinculación estable de su moneda con el dólar a principios de julio y el bath cayo de manera significativa, lo que reforzó las dudas sobre la sostenibilidad de los regimenes cambiarios de los otros países vecinos de la ASEAN.

A esta dinámica contribuyo el endurecimiento de las condiciones financieras mundiales, al aumentar el rendimiento de los bonos japoneses y recuperarse de modo considerable el yen; tales actores disminuyeron el atractivo de endeudarse en Japón para financiar consumo e inversión en otros países. Los inversionistas internacionales, en especial los bancos comerciales, los de inversión y los fondos de cobertura cambiaria conocidos como (hedge funds) desempeñaron un papel importante lo que consistió en que a semejanza de los inversionistas nacionales adoptaron posiciones cortas frente al bath ya que se sentían seguros ante el empleo del tipo de cambio fijo como ancla nominal, la debilidad de los fundamentos económicos y los costos relativamente bajos de financiamiento interno. En un infructífero intento por defender el bath, el Banco de Tailandia utilizó las reservas nacionales de divisas para adquirir el excedente, pero en el proceso, las reservas de moneda extranjera disminuyeron y los ataques especulativos continuaron.

GRAFICA 18

Tipo de Cambio
Bath por Dólar



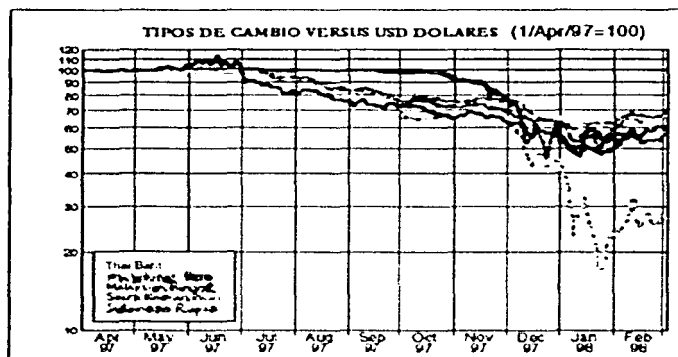
Fuente: Pacific Exchange Services

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

Las reservas de divisas también se utilizaron para rescatar instituciones financieras como el Banco de Comercio de Bangkok y otras 16 compañías de finanzas con créditos morosos (préstamos que no pudieron cobrar, destinados principalmente al sector inmobiliario).

Para ese entonces los países vecinos de la ASEAN ya estaban percibiendo el clima devaluatorio de Tailandia. El peso filipino fue la siguiente víctima, filipinas con un régimen cambiario vinculado al dólar, intento defender su moneda mediante intervenciones e incrementos de las tasas de interés. El 11 de julio depuso su objetivo al permitir la flotación e imponer restricciones a la venta de contratos a futuro a los no residentes en un intento por evitar la especulación. El FMI ya había prorrogado y aumentado un acuerdo de servicios ampliados que tenía con este país. Mientras tanto la rupia de indonesia, caía a los mínimos de una banda de intervención que tuvo que ampliarse de 8 a 12%, las presiones no disminuyeron y a mediados de agosto las autoridades de indonesia dejaron flotar su moneda. Para ese entonces el bath tailandés había caído 18 % frente al dólar mientras que las monedas de Indonesia, Malasia y Filipinas se depreciaron 10%.⁶

GRAFICA 19



Para agosto de 1997, la situación del sector financiero se había vuelto catastrófica y otras 42 compañías financieras habían cerrado. Para ese entonces, Tailandia corría serio riesgo de quedarse sin reservas, y estaba claro que los esfuerzos por defender su moneda habían fracasado.

Ante la grave escasez de reservas y un sector privado cargado de deudas en moneda extranjera, Tailandia decidió procurar ayuda exterior para rescatar su economía. Así, a mediados de agosto entró

⁶ Bhattacharya, A., S.Claessens, and J. Hernandez, "Recent Financial Market Turbulence in Southeast Asia," Mimeo, The World Bank, October 1997.

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

en escena el Fondo Monetario Internacional y organizó un paquete de rescate de 17.200 millones de dólares entre varios países asiáticos. La principal condición del crédito fue la creación de un superávit presupuestal de 60.000 millones de bahts, para lo cual el gobierno debió recortar sus gastos en cerca de 100.000 millones de bahts, aumentar el impuesto al valor agregado de siete a 10 por ciento y crear nuevos gravámenes sobre artículos suntuarios. Aun así, el superávit alcanzado no superó los 20.000 millones de bahts.

El lunes 20 de octubre de 1997 se cumplió el décimo aniversario del crash bursátil norteamericano con caídas pronunciadas en los mercados asiáticos. Las ventas se extendieron a todo el mundo pero en menor intensidad. El Índice Mundial Dow Jones aumentó un 0.19%; Tokio cayó 1.1% por las expectativas de que el paquete económico que se pretendía anunciar ese día desilusionaría; Londres perdió 1.1% después de los comentarios acerca del abandono a la unidad monetaria Europea. En Taiwan el Índice Ponderado cerró 307 puntos abajo, terminando en los 7316.78 puntos, un mínimo en 37 semanas, debido a la debilidad cambiaria (el nuevo dólar taiwanés cayó un 2.3% en contra del dólar norteamericano, un mínimo de diez años mientras que el Banco Central de Taiwan dejó flotar la moneda por tercer día consecutivo) y el problema relativo a las acciones tecnológicas. En Corea del Sur, que también sufrió pérdidas en la fortaleza de su moneda, el Índice KOSPI perdió un 3.3% debido principalmente a la venta, por parte de los extranjeros de acciones blue-chips. En Tailandia, el mercado accionario perdió 3.1% debido principalmente a la incertidumbre política después que el ministro de finanzas renunció a causa de la dificultad en la administración económica.

En Malasia el Índice Blue-chip Composite se redujo 3.4% como señal de la desaprobación del presupuesto anunciado para 1998. Por su parte el Índice Hang Seng de Hong Kong cerró 4.6% abajo, al situarse en los 12970.88 puntos, por primera vez por debajo de los 13000 puntos desde abril. Mientras que la caída del viernes anterior en Wall Street y tasas de interés domésticas a la alza prestaron las preocupaciones del tipo de cambio. Las acciones con más pérdidas fueron las del sistema bancario, debido a la decisión de aumentar las tasas de interés hipotecarias y el sector conocido como red-chips, de empresas con respaldo de China continental, que cayó 6.5% debido a la lenta inyección de capital a las empresas de la isla.

El día siguiente, martes 22, el mercado de Hong Kong recibió otro golpe al caer 4.4% (otro mínimo desde abril 15) al seguir la reciente debilidad cambiaria de Taiwan y Corea del Sur, pues muchos inversionistas temen que el dólar de Hong Kong sea la próxima moneda asiática en caer. Con el aumento en las tasas interbancarias y en los intereses hipotecarios los inversionistas están preocupados de que las utilidades corporativas se encojan.

Los inversionistas empezaron a abandonar rápidamente Hong Kong el miércoles 22 mandando el Índice Hang Seng 6.2% a la baja debido a especulaciones acerca de la fortaleza del sistema cambiario. El efecto acumulado en la semana sobre el Índice Hang Seng - el principal indicador de las acciones blue-chips - era ya de 14.4 puntos porcentuales perdidos. A pesar de contar con enormes reservas para defender la moneda, la pregunta era la disposición del gobierno a hacerlo. Aumentado los rumores de una posible devaluación se escucharon comentarios de personas importantes en la comunidad de negocios, a pesar de que oficiales del gobierno intentaron aumentar la confianza en la moneda aunque los mercados contaban otra historia. Las tasas de interés se dispararon aumentando la tasa interbancaria

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

(Híbor) de 6.25% a los 9 puntos porcentuales. Impero el aumento en los réditos internos el dólar de Hong Kong perdió fuerza en contra de la divisa norteamericana debido a fuertes ventas de acciones y de monedas por parte de los inversionistas. En el resto del mundo el comportamiento de los mercados fue mixto con una tendencia mundial alcista.

La crisis se desató propiamente el jueves 23. El mercado accionario de Hong Kong se derrumbó un 10.4% lo que sacudió los mercados desde el epicentro en Asia hasta Europa y Nueva York. La pérdida acumulada de los cuatro días sumaba ya 23.3% y los inversionistas continuaban abandonando el mercado con un miedo creciente de que el dólar de Hong Kong se devaluara. La tasa Híbor alcanzó los 300 puntos porcentuales durante el día para cerrar en 150% con el fin de defender la moneda - durante previos ataques a la moneda local las tasas de interés habían alcanzado de 30 a 40 puntos porcentuales solamente -. El Hang Seng rompió barrera tras barrera, en un punto del día perdió 16% situándose por debajo de los 10000 puntos para colocarse en los 9766.22 puntos. En general, el Índice había perdido 37% desde el 7 de agosto, fecha en la que había alcanzado su máximo del año. Las acciones red-chips tuvieron su mayor golpe al perder cerca de un 30 por ciento para recuperarse y cerrar el día con una pérdida cercana al 10% solamente.

Oficiales del gobierno y de la autoridad monetaria continuaban afirmando sus intenciones de conservar la paridad. El comportamiento de los mercados mundiales fue a la baja. Otras monedas asiáticas tuvieron un día difícil también; el dólar de Singapur, el Ringgit de Malasia y la Rupia de Indonesia cerraron a la alza, sin embargo eso no ayudó a sus mercados de capitales que perdieron 4.7%, 3.4% y 2.2% respectivamente. China continental por su parte perdió 5.7%, Japón 3%, Alemania 4.7%, Francia 3.2% y Londres 3.1%. La caída no era tan severa para cuando abrió el mercado norteamericano, pero fue un día atrevido: el Índice Industrial Dow Jones eventualmente cayó 186.66 puntos, lo equivalente a un 2.3%.

Para el viernes 24, la venta era masiva. La posición corta se volvió la obsesión de Wall Street. El Índice Industrial Dow Jones, que sufrió una de las pérdidas mínimas en el mundo el día anterior, vivió una de las mayores pérdidas el viernes cuando cayó 132.36 o 1.7% para acumular una pérdida acumulada durante los dos días de 319.24 puntos, la caída más grande desde el crash del 87, para caer en un nivel mínimo desde el 29 de agosto. Mientras que los participantes en el mercado de Hong Kong están acostumbrados a grandes ajustes, casi del 10% en cuestión de días, el mercado norteamericano no ha experimentado correcciones de 10 puntos porcentuales en años. Los grandes inversionistas vendieron acciones de empresas que consideraban con alta exposición asiática, principalmente de alta tecnología. El miedo se propagó al sector bancario que podía tener pérdidas por sobregiros en el mercado de divisas. El pánico se propagó hasta transformarse en decisiones viscerales. Una parte de los capitales se transfirió al mercado de bonos; el rendimiento del bono del tesoro con madurez a 30 años, que se mueve en dirección opuesta a su precio, disminuyó a 6.269%. Sin embargo, a pesar de los reveses los inversionistas norteamericanos todavía tenían utilidades saludables; a pesar del desplome, el Índice Industrial tenía un 20.71% por arriba de su nivel a principios de año, mientras que el Índice Standard & Poor's 500 conservaba un 21.12% y el Índice Nasdaq Composite tenía una ganancia en 1997 por un 21.97%. Irónicamente, el tratar de conservar las ganancias posiblemente contribuyó a las ventas posteriores.

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

Durante la semana, los investigadores elaboraron listas de valores "seguros" exentos de exposición asiática⁷. El oro, notablemente, estaba ausente de éstas listas y tuvo su precio más bajo en más de diez años, cayendo 16 dólares en un momento del viernes; probablemente se debió por la posibilidad de que la demanda asiática por el metal se esfumara⁸. Por su parte las acciones tecnológicas sufrieron pérdidas severas también debido a que empresas de éste giro se han apoyado en los mercados asiáticos para aumentar sus ventas, a pesar de tener operaciones manufactureras en la región lo que compensaría una baja en los ingresos con un descenso en los costos. A pesar que Hong Kong tuvo un rebote alcista el viernes, ganando 6.9 puntos porcentuales (debido a la baja de los réditos bancarios desde sus niveles estratosféricos), la mayoría de los mercados mundiales cayeron. En Londres y el resto de Europa, las tempranas ganancias, debido al cierre positivo de Hong Kong y al cierre con 1.2% a favor en el mercado japonés, se esfumaron debido al fracaso en responder de Wall Street. Londres cayó 0.4%, Francia perdió 0.3% y el Índice IBIS DAX de Alemania, que monitorea el comportamiento de acciones del sector electrónico, disminuyó en 0.1%. Por su parte, los mercados emergentes latinoamericanos continuaron cayendo el viernes perdiendo 4.2% Argentina, 3% Brasil y 2.7% México⁹.

En Asia, aunque algunos economistas regionales ajustaban sus pronósticos de crecimiento a la baja para la mayoría de las economías del Sudeste Asiático, otros analistas de mercados creían que el fondo podía estar cerca debido a la magnitud de algunos descensos. Regresando a Hong Kong, la alza vio surgir a las acciones red-chips entre otras. El Índice Red-Chip aumentó en un 12.8%. El Índice NIKKEI 225 del mercado de Tokio disminuyó inicialmente, pero cerró el día 1.2 puntos porcentuales arriba. El mercado doméstico de Japón ya estaba deprimido por las desaceleraciones en el crecimiento económico del Sudeste Asiático. La reciente crisis en Hong Kong acrecentó los temores de la exposición de Japón al mercado de Hong Kong, así como de la disminución en la demanda de importaciones japonesas a Hong Kong. En Corea del Sur, el Índice Composite cayó un 5.5%. Tailandia, cuyo mercado permaneció cerrado el jueves durante lo peor del tifón financiero, cayó un 3.4% al reabrirse el viernes. Para una región que alguna vez había sido sinónimo de alto crecimiento, esto significaba un drástico revés de la fortuna. Ahora, aparte de vigilar la disminución del crecimiento de las ganancias corporativas, los inversionistas deberán considerar también el aumento en el riesgo político puesto que las crisis financieras empiezan a afectar seriamente a los pobres y a las clases medias.

El lunes 27 de octubre, el mercado norteamericano alcanzó un récord que nadie quería lograr. El Índice Industrial Dow Jones se derrumbó 554.26 puntos para situarse en 7161.15, lo equivalente a una caída del 7.18 por ciento, la mayor en su historia en puntos pero la doceava en términos de porcentaje. El Índice de las llamadas blue-chips terminó el día en su nivel más bajo desde el 8 de mayo. Los mercados de acciones y de opciones suspendieron sus operaciones por 30 minutos para dar oportunidad a los participantes de calmarse, analizar la información y amonorar sus deseos de venta. Sin embargo la estrategia fracasó: Wall Street cerró uno de sus días más sangrientos al activarse el mecanismo de emergencia al caer el Índice Industrial más de 550 puntos. La venta masiva, que tenía al mercado

⁷ Standard & Poor's DRI, Country Risk Review, Fourth Quarter 1997.

⁸ Banco Mundial, "Indonesia in Crisis: A Macroeconomic Update", 1998.

⁹ Goldman Sachs, World Economic Update, 1998.

13.29% por debajo de su máximo registrado en agosto, no se confinó solo a las acciones blue-chips¹⁰. El Standard & Poor's 500 bajó 64.65 puntos para colocarse en los 876.99 puntos, mientras que el Índice Nasdaq Composite, fuertemente expuesto al maltratado sector tecnológico se hundió 115.83 puntos al cerrar en 1535.09.

La caída de Nueva York había sido precedida por una nueva caída en Hong Kong por 5.8 puntos porcentuales, causada a su vez por la pérdida del viernes anterior en Wall Street. El Índice Hang Seng de acciones blue-chip perdió 646.14 puntos situándose así en 10498.20 puntos. Las acciones bancarias y las de propiedad iniciaron las presiones de venta debido a los temores de que el impacto de las tasas de interés en los precios de propiedad y en las utilidades corporativas. En Tokio, las acciones cayeron 1.9% debido a los problemas del mercado de propiedad de Hong Kong y a temores de futuras caídas de acciones de Estados Unidos. El Índice NIKKEI 225 disminuyó 325.38 puntos hasta los 17038.36 puntos, su nivel más bajo en más de dos años, guiado por el sector bancario y el de electrónicos.¹¹ En Corea del Sur el Índice KOSPI cayó 3.3% para terminar en un mínimo de cinco años en 530.47 atendiendo a una pronunciada pérdida del won coreano en contra del dólar americano. Las acciones del sector financiero se derrumbaron debido a temores por una crisis financiera, mientras que las grandes acciones blue-chip también tuvieron descensos pronunciados. Australia cerró perdiendo 3.4%. Por su parte, Europa despertaba con noticias alarmantes. Londres perdió 2.6%, Alemania, Francia e Italia perdieron 2.8% y entre los mercados pequeños, Finlandia cayó 5.7% y España 4.1%. Los analistas europeos explicaron que las ventas no fueron exclusivas de las acciones con sabor asiático¹².

En los débiles mercados latinoamericanos tuvieron lugar las pérdidas más severas puesto que los inversionistas decidieron retirar las generosas utilidades registradas en esos mercados. El Índice Brasileño BOVESPA cerró casi un 15% abajo al caer en 9816 puntos; el Índice MÉRVAL argentino perdió 13.7%; el IPC mexicano cayó 13.3%; en Chile, el Índice IPSA se amortiguó por los controles de corto plazo sobre los capitales extranjeros y solo disminuyó en un 5.1%; El Índice Merinvest Composite venezolano se redujo 8.6%; y el Índice General de Perú se hundió un 6.4%. Las pérdidas latinoamericanas mayores fueron para empresas cotizadas en Nueva York, de los sectores telecomunicaciones y manufacturero principalmente¹³.

El suspiro de alivio llegó el martes 29. La recuperación fue la más grande que el mercado norteamericano alguna vez vio. El Índice Industrial Dow Jones aumentó 337.17 puntos para cerrar en 7498.32, su asenso mayor en puntos en su historia, pero solo el setenta y cinco por ciento en porcentajes. Cuando el día comenzaba nadie sospechaba lo que sucedería, es más, algunos hasta suponían otro retroceso debido a las bajas del día anterior que habían obligado un cierre del mercado temprano. Los mercados asiáticos y europeos habían sufrido más pérdidas. Pero la magnitud de las ventas del lunes combinado con un ambiente positivo por parte de los analistas, ayudaron a revertir la tendencia. Los analistas pensaban que el mercado estaba sobre vendido y empezaron a elaborar listas de inversiones

¹⁰ InfoSel Financiero, DJ Emerging Markets Report: Indonesia, 28 de octubre de 1997.

¹¹ El Financiero, Lunes negro en los mercados mundiales, 28 Octubre 1997

¹² El Universal, ¿Que está pasando en la Región Asiática?, 25 Octubre 1997

¹³ El Economista, Sacudida en América Latina, 30 Octubre 1997

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

atractivas, compañías con exposición al mercado asiático relativamente pequeña pero con fundamentales sólidos. En todo el mundo, los precios de las acciones, en términos de dólares empezaron a subir. El Índice Accionario Mundial Dow Jones aumentó 0.86 puntos para llegar a 160.86; 1.19 mil millones de acciones se comerciaron, mientras 1,805 acciones aumentaron de precio, 1,307 disminuyeron¹⁴.

El bono a 30 años del Tesoro cayó 2 6/32 puntos, el rendimiento aumentó hasta 6.28%. En operaciones tardías en Nueva York, el dólar cayó hasta los 1.7415 marcos y 120.39 yenes comparado con los 1.7515 marcos y 121.70 yenes cotizados al final del lunes¹⁵.

Uno por uno, el martes los mercados continuaban cayendo. Sin embargo la reacción positiva del mercado norteamericano cambió todo. El caos y la confusión reinaban. El mercado de Londres, por ejemplo, amplió la banda de fluctuación del valor de una sola acción de 10 a 25% antes de detener diez minutos sus operaciones. En Madrid, la avalancha de ordenes de compra - y las ordenes de cancelar ventas - obligaron a abrir una sesión especial de media hora, una hora después del cierre normal.

Nueva Zelanda, de los primeros mercados en abrir, perdió un 12%. En Asia, Hong Kong perdió ante los persistentes temores del sostenimiento del tipo de cambio. El Hang Seng perdió 13.7%, su caída más severa en un solo día en términos de puntos durante su historia y la tercera más fuerte en términos porcentuales, y desató la caída de mercados de capitales por toda la región. El Índice NIKKEI 225 de Tokio cayó 4.26%, su nivel mínimo desde el 25 de julio de 1995. En Londres el Índice FT-SE 100 llegó a caer 457.9 puntos antes de rebotar para terminar el día solo 1.8% abajo en el orden de los 4755.4 puntos. Algunas acciones hasta terminaron en terreno positivo. En Francia las acciones de France Telecom cerraron perdiendo solo 3.4% después de haber estado perdiendo 8.6%. Latinoamérica inició operaciones a la baja, pero siguió a Wall Street en el repunte. El Índice BOVESPA brasileño ganó 6.4% después de la caída de 15% del lunes anterior; con la empresa blue-chip de telecomunicaciones TELEBRAS aumentando 9% hasta los 127 reales por cada mil acciones.

Esto era el principio de una crisis de magnitud sin precedentes no tan solo de algunos países sino del Sistema Monetario y Financiero actual. Aun queda por detallar sus consecuencias en la misma región y sus consecuencias en el mundo globalizado que estamos viviendo.

¹⁴ Soros George, *La Crisis del Capitalismo Global*, Plaza & Janes, Diciembre 1998

¹⁵ InfoSel Financiero, *DJ Emerging Markets Report*, Noviembre 1997.

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

Indices de Mercados Bursátiles

(en moneda local) valores correspondientes al cierre de cada período

| Países | 1997 | | | |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| | 1º trim | 2º trim | 3º trim | 4º trim |
| Alemania | 3 302 | 3 855 | 4 197 | 4 250 |
| Argentina | 729 | 824 | 832 | 688 |
| Brasil | 9 237 | 13 260 | 12 173 | 10 197 |
| Canadá | 5 849 | 6 549 | 7 045 | 6 628 |
| Chile | 5 296 | 5 806 | 5 472 | 4 782 |
| China | 1 293 | 1 253 | 1 145 | 1 245 |
| Colombia | 1 077 | 1 194 | 1 468 | 1 432 |
| Corea del Sur | 679 | 777 | 645 | 378 |
| Estados Unidos | 6 517 | 7 795 | 8 016 | 7 916 |
| España | 464 | 618 | 640 | 638 |
| Filipinas | 3 162 | 2 785 | 2 068 | 1 862 |
| Francia | 1 712 | 1 896 | 1 980 | 1 929 |
| Gran Bretaña | 4 237 | 4 751 | 5 317 | 5 132 |
| Hong Kong | 12 125 | 15 197 | 15 049 | 10 755 |
| India | 3 538 | 4 334 | 3 906 | 3 487 |
| Indonesia | 651 | 730 | 597 | 402 |
| Italia | 730 | 854 | 967 | 1 052 |
| Japón | 18 037 | 20 196 | 17 842 | 15 259 |
| Malasia | 1 181 | 1 065 | 796 | 599 |
| México | 3 716 | 4 569 | 5 354 | 5 208 |
| Países Bajos | 709 | 879 | 1 011 | 915 |
| Singapur | 2 090 | 1 969 | 1 942 | 1 515 |
| Tailandia | 717 | 569 | 548 | 366 |
| Taiwán | 8 204 | 8 997 | 8 695 | 8 146 |
| Venezuela | 6 254 | 9 152 | 10 512 | 8 507 |

Fuentes: The Economist e información periódica

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

La inversión japonesa fue fundamental para convertir al sudeste asiático en plaza destacada de las corrientes del capital mundial. Pero el lento crecimiento de las exportaciones y la propagación de las tendencias deflacionarias son factores que frenan nuevas inversiones extranjeras en esta región. Si bien la actual crisis financiera puede marcar el fin del milagro del sudeste asiático, tal vez su resultado a largo plazo sea un fortalecimiento del capital japonés en la región.

¿La actual crisis de Tailandia, Malasia, Indonesia y Corea del Sur anuncia el fin del modelo de desarrollo del sudeste asiático? En contraste con el camino que siguieron los "países recientemente industrializados" NICCS del sudeste de Asia, el desarrollo del sudeste asiático estuvo financiado en gran medida por enormes ingresos de inversión extranjera, en lugar de ahorros nacionales.

Los países de la región se encaminaron al mismo destino fatídico al que se enfrentaron, a mediados de los 80, otros países muy endeudados del Sur cuando fueron rescatados de la recesión y empujados a la prosperidad por la entrada en gran escala de inversión japonesa directa.

El Acuerdo Plaza de 1985 desencadenó la forzada valorización drástica del yen con relación al dólar debido a la presión de Estados Unidos, que buscaba reducir su déficit comercial con Japón "abaratando" sus exportaciones a ese país y encareciendo sus importaciones de Japón en términos de dólar para los consumidores estadounidenses. En la medida que la revalorización del yen tornó prohibitivos los costos de producción en Japón, las empresas japonesas trasladaron las etapas de trabajo más intensivo de sus procesos de producción a sitios donde la mano de obra era barata, principalmente el sudeste asiático¹.

Lo que ocurrió fue uno de los mayores y más rápidos movimientos de capital de la historia reciente del mundo en desarrollo. Un cálculo conservador estima que entre 1985 y 1990 entraron alrededor de 15.000 millones de dólares de inversión japonesa directa al sudeste asiático². En el caso de Tailandia, por ejemplo la inversión japonesa que entró al país en 1987 superó la inversión japonesa acumulada de los 20 años anteriores. En 1996, Indonesia, Singapur, Malasia, Tailandia y Filipinas - los países centrales de la ASEAN- concentraban una inversión japonesa directa de un valor aproximado a los 48.000 millones de dólares.

En el Año Fiscal 1995, los países de la ASEAN recibieron el 10,6 por ciento del total de inversión extranjera directa de Japón, en comparación con el 7% del Año Fiscal 1990. Anteriormente concentrada principalmente en la extracción de materia prima, la inversión japonesa de fines de los 80 y principios de los 90 apuntaba a convertir a la ASEAN en una base de producción integrada para los conglomerados japoneses que ensamblaban manufacturas para su exportación a Estados

¹ International Monetary Fund, World Economic Outlook 1994, Washington

² World Bank, The End of the Asian Miracle, 1996

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

Unidos, Europa y el propio Japón. Y como el crecimiento económico dio origen a una clase media en los países de la ASEAN, la propia región se convirtió en un consumidor importante de los productos japoneses.

La inversión extranjera directa fue, por supuesto, sólo un canal del capital japonés. La región fue el principal receptor de la ayuda japonesa y también destino favorecido de los créditos bancarios de ese país. Por ejemplo, en 1996, el 40 por ciento de la deuda externa del sector privado de Tailandia eran préstamos de bancos japoneses. La importancia crucial de la inversión japonesa en la ASEAN fue subrayada en un informe del Instituto Económico de Japón: "Prácticamente de acuerdo a todas las mediciones, la presencia empresarial de Japón en el sudeste asiático es masiva. En 1994, las filiales japonesas emplearon unas 800.000 personas en las economías de la ASEAN y la cifra aumenta de año en año. Las empresas japonesas han invertido en varias industrias claves, adquiriendo una posición de dominio en la región. Se dice que las operaciones de solo Matsushita Electrical Co. Ltd. representan entre cuatro y cinco por ciento del producto interno bruto de Malasia". Los fabricantes japoneses controlan actualmente alrededor del 90 por ciento del mercado automotor en la mayoría de los países de la ASEAN.

La prosperidad inducida por la inversión japonesa fue fundamental para convertir al sudeste asiático en destino principal de las corrientes mundiales de capital a principios de los 90. En especial atrajo a los fondos mutuos y a los fondos hedge, que incursionaron en el enorme arsenal de fondos de ahorro y de pensión del Norte y los lanzaron a inversiones rentables de corto plazo. Los bajos niveles de las tasas de inversión y precios accionarios de Estados Unidos, Japón y otros mercados industriales hicieron que este tipo de fondos, la mayoría de Estados Unidos, se dirigieran a los "mercados emergentes" en busca de rendimientos más elevados. Con sus elevadas tasas de crecimiento apuntaladas por la inversión japonesa, los países del este y sudeste asiático fueron un imán para el capital especulativo. Y ese interés no sólo fue bienvenido sino que se cultivó. En Tailandia, los administradores económicos consideran la inversión de cartera como un complemento valioso de la inversión japonesa directa que zanja la diferencia entre el ahorro interno limitado y la inversión de capital en gran escala que fue necesaria para mantener andando el milagro económico. Al mismo tiempo, como gran parte de estos fondos eran estadounidenses, el ingreso de inversiones de cartera aliviaría lo que hasta entonces era una abrumadora dependencia de los japoneses.

Para Filipinas, que se había perdido el gran movimiento de capital japonés en el sudeste asiático de fines de los 80 debido a su inestabilidad política, los ingresos de inversiones de cartera, principalmente de Estados Unidos, fueron percibidos como el motor que les permitiera ponerse a la par de sus vecinos. En diversos grados, la mayoría de los gobiernos del sudeste asiático adoptaron políticas para atraer inversiones de cartera o lo que algunos llamaron "capital caliente". Se aplicaron tres medidas: Primera medida, se eliminaron o amortiguaron las restricciones a las divisas, se

¹ Tomita, T. (1996) "Facing Up to Japan's Impeding Fiscal Crisis", Nomura Research Institute Quarterly, Invierno de 1996, Vol. 5, N° 4, Japón. En: <http://www.nri.com.jp/publications/inq/1996winter/gayo.html>

* International Economic Japan Institute, The Japanese Economy Policy, Japan 1998

² World Bank, The East Asian Miracle, 1996

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

abrieron los mercados de valores a los inversionistas extranjeros y los bancos extranjeros fueron atraídos por normas más liberales en materia de préstamos, incluso permitir préstamos en dólares a los prestatarios locales. Segunda medida, las tasas de interés se mantuvieron más elevadas que los referentes comparativos -como las tasas de interés de Estados Unidos- como forma de atraer capital extranjero. Tercer medida, si bien la moneda local no estaba formalmente fija a determinado tipo de cambio, se mantenía informalmente estabilizada en un tipo de cambio con relación al dólar a través de intervenciones periódicas en el mercado de divisas de la autoridad monetaria central. El propósito era eliminar o reducir los riesgos monetarios tanto para los inversionistas extranjeros como para los prestatarios nacionales. Las inversiones de cartera netas en la región aumentaron de un promedio anual de 1.000 millones de dólares en 1985-89 a 4.000 millones en 1993, según el Banco de Desarrollo de Asia. La cifra aumentó considerablemente en 1996, cuando solo Filipinas captó capital extranjero por un valor de 9.400 millones de dólares, un 75 u 80 por ciento del cual fue inversión de cartera. La Agencia Bancaria Internacional Bangkok, de Tailandia, atrajo más de 50.000 millones de dólares en tan solo tres años⁶.

No obstante, pronto quedó claro que las inversiones de cartera no eran una bendición. Resultaron extremadamente volátiles: llegaban un día y se iban al siguiente a cualquier otro lado en busca de mayores rendimientos. Como expresó el gerente del Banco Central de Filipinas, en una época de mercados globalizados fruto de la liberalización financiera, es posible mover fondos por valor de miles de millones de dólares por todo el planeta "en un abrir y cerrar de ojos".⁷ También, estos fondos apuntaron a aquellos sectores de la economía interna que prometían una tasa de rendimiento elevada con un plazo de retomo rápido, e invariablemente, de Bangkok a Kuala Lumpur, este fue el sector inmobiliario.

La manufactura y la agricultura fueron descartadas por considerarlos sectores de bajo rendimiento, donde, además, para alcanzar tasas de rendimiento del capital decente había que invertir grandes cantidades a largo plazo. Los accionistas de fondos mutuos no podían esperar tanto. Por eso, no es de extrañar que el sector inmobiliario pronto pasó a tener una actividad febril en Bangkok, Manila y Kuala Lumpur.

En 1995, el inevitable exceso de demanda llegó a Bangkok, creando el consiguiente efecto dominó: los inversionistas del sector inmobiliario no pudieron vender sus grandes construcciones de complejos residenciales y comerciales, a raíz de lo cual no dieron cumplimiento a sus préstamos y llevaron a sus agentes financieros a la quiebra. Manila, Kuala Lumpur y demás lugares experimentaron crisis similares. Los inversionistas de cartera comenzaron a asustarse y retiraron sus capitales de esos mercados, lo que provocó la caída de los indicadores del mercado de valores de toda la región.

Fue esta creciente falta de confianza entre los inversionistas extranjeros lo que creó el clima propicio para los recientes ataques especulativos al baht de Tailandia, el peso de Filipinas, el ringgit de Malasia y la rupiah de Indonesia. La fortaleza de una moneda es directamente proporcional a los "cimientos"

⁶ Yahoo Finance, Central to Filipinas, En: [HTTP://www.yahoo.com/markets/asia/indonesia/1997.html](http://www.yahoo.com/markets/asia/indonesia/1997.html)

⁷ Central Bank of Filipinas, General Speeches of the Chairman, 1997

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

de la economía, como dicen los inversionistas, y con un déficit cada vez más profundo en sus cuentas corrientes, la anemia de su sector manufacturero, el estancamiento o las dificultades de su sector agrícola y el recalentamiento de su sector inmobiliario, los cimientos de la mayoría de los países de la ASEAN han empezado a tener un aspecto bastante endeble.

La entrada de inversiones de cartera a Tailandia está mermando y, si bien probablemente no de manera tan drástica, se espera que ocurra lo mismo en Malasia, Corea del Sur e Indonesia. Ahora los nuevos predilectos de los administradores de fondos son los mercados latinoamericanos, que aumentaron casi un 40 por ciento promedio este año, mientras que los mercados asiáticos cayeron un 5 por ciento. Como señala *The Financial Times*, las participaciones de capital brasileñas, que aumentaron un 70 por ciento desde finales del año, parecen muy buenas para los colocadores de fondos. También las de Rusia, que desde comienzos de este año aumentaron más del doble, y las "red chips"* chinas que aumentaron un 90 por ciento.

Así, la "gran burbuja" de los bienes raíces, creada por el influjo masivo de capitales extranjeros, estalló en Tailandia. La entrada de capital privado al país asiático entre 1988 y 1995 representó 52 por ciento del Producto Interno Bruto (PIB). El gobierno adoptó todas las medidas recomendadas para controlar el impacto de ese gran influjo en la economía, pero la entrada de capitales continuó creciendo en todo 1996. Ningún país puede absorber productivamente tanto capital en un período tan corto³.

Tailandia es un país de medianos ingresos, con una población de 60 millones y un PIB por habitante cercano a 3,000 dólares en 1995. Desde 1980, experimentó un crecimiento de la producción de ocho por ciento anual, baja inflación (menos de cinco por ciento) y un gran aumento de las exportaciones, que pasaron de 14 por ciento anual en los años 80 a 22 por ciento en los 90. Esta actuación económica le valió a Tailandia la más alta categoría de bonos de todos los mercados emergentes en los últimos 15 años.

Éstas no son cifras que sugieran una crisis ni una debilidad general del sistema financiero tailandés. A comienzos de 1997, ninguno de los indicadores macroeconómicos de Tailandia era peor que a principios de 1996. La deuda a corto plazo era inferior que un año antes y el déficit comercial se estaba reduciendo. Pero a comienzos de julio se produjo una gran demanda del baht, la moneda nacional. Como resultado de la liberalización financiera, hubo también un aumento rápido y descontrolado de la deuda a corto plazo en el sector privado. Los "inversores" no residentes tomaron préstamos en bahts y compraron dólares a sabiendas de que podrían reembolsar los créditos domésticos con menos divisas luego de una devaluación.

A mediados de 1997, el problema en las instituciones financieras secundarias de Tailandia se estaba tratando y la crisis pudo haberse contenido. Otros países tienen problemas rutinariamente en el mercado de los bienes raíces u otros sectores sin poner en peligro toda la economía. La crisis financiera de Asia debió haberse detenido con la corrección en Tailandia.

* Krugman, P., (1998 a) "Japan's Trap", mimeo, MIT, mayo. En <http://web.mit.edu/krugman/www/japtrap.html>

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

¿Por qué razón, entonces, la salida de capitales se extendió a Malasia -que no tenía una gran deuda a corto plazo ni bancos débiles- y a Indonesia, Filipinas, Singapur, Hong Kong, Corea del Sur y Japón, en ese orden?

En noviembre, el director gerente del FMI declaró en Singapur que, aunque el origen de la crisis de Tailandia era claro, "lo que parece menos evidente y por tanto más preocupante" es cómo la crisis se propagó hacia Indonesia, Malasia y Filipinas.

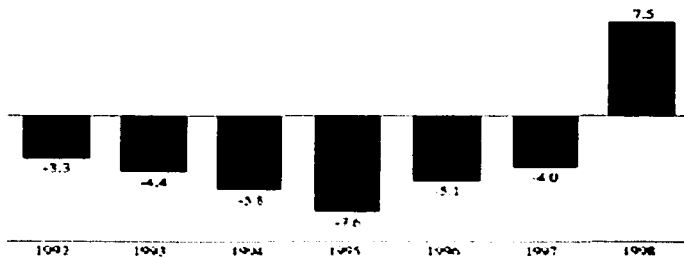
Mientras, los especuladores monetarios acechaban en Asia oriental. Hong Kong, Singapur y Taiwán estaban debilitados, pero podían sobrevivir al ataque..

3.5. Malasia: Un Exceso De Confianza

Cuando Tailandia devaluó su moneda en julio de 1997, las autoridades de Malasia confiaban que las repercusiones sobre su país serían relativamente limitadas; esta percepción se fundamentaba en la fortaleza económica (en 1996 el PIB creció 8.6%) y en el hecho de que el endeudamiento externo era mucho menor que el de la mayoría de sus vecinos (la inversión extranjera de cartera se canalizaba principalmente al mercado accionario). Sin embargo, la persistente salida de capitales inutilizó los esfuerzos de la autoridad por mantener la estabilidad de los mercados: el ringgit (moneda local) se devaluó y aunque Malasia se negó a negociar un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, finalmente adoptó medidas de austeridad fiscal y de cambio estructural. Sin embargo, éstas se han visto rebasadas por decisiones posteriores del gobierno, consistentes en establecer controles muy onerosos a la salida de recursos de la economía y obligar a los bancos a reactivar el crédito, con el fin de tratar de reanimar a la actividad productiva. A pesar de que aparentemente la economía de Malasia estaba en mejores condiciones que otros países del Sureste Asiático, lo cierto es que presentaba diversos puntos débiles. Tres factores alentaron la inestabilidad financiera. En primer lugar, la vulnerabilidad de las cuentas externas. A pesar del elevado ahorro interno, el déficit en la cuenta corriente llegó a representar 7.6% del PIB en 1995; en esto influyeron la pérdida de competitividad derivada de la devaluación del yuan (China) y la debilidad de la economía japonesa, sumadas al énfasis gubernamental de impulsar un crecimiento económico elevado a toda costa¹.

GRAFICA 20

Cuenta Corriente
% del PIB



¹ Radelet, Steven y Jeffrey Sachs: "The Onset of the East Asian Financial Crisis", Harvard Institute for International Development, Cambridge, 1998.

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

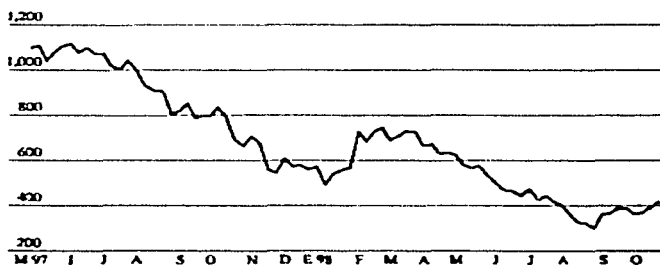
En segundo lugar, la estrategia industrial daba prioridad a los programas de alta tecnología, aún cuando su productividad no fuera elevada. La ausencia de criterios de rentabilidad económica era evidente en el hecho de que el gobierno elegía discrecionalmente al grupo al que le encargaría un proyecto y hasta después negociaba el precio.

Finalmente, la estructura del sistema bancario también mostraba puntos vulnerables. El crédito creció rápidamente durante varios años, al grado de que la relación de préstamos a PIB es 170%, una de las mayores del mundo². En buena medida, el crédito —sobre todo el de bancos pequeños— se canalizó hacia los denominados proyectos de "prestigio" y a financiar desarrollos inmobiliarios (alrededor de 30% de la cartera crediticia está en este rubro).

La supervisión y la regulación eran mejores que en otras naciones del sureste asiático, pero sin alcanzar los estándares de las naciones desarrolladas. Aunque la legislación en materia de quiebras es más avanzada que en otros países del área, los intereses políticos vigentes ocasionan que los juicios mercantiles sean todavía una curiosidad, a pesar del deterioro de la cartera crediticia.

GRAFICA 21

Índice de la Bolsa de Valores



² Organización de Cooperación para el Desarrollo y la Economía. "OECD Economic Survey: Japan", *OECD Economic Survey: Japan 1996-1997*, noviembre 1997.

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

Al ocurrir los primeros episodios de volatilidad, el Primer Ministro culpó a los inversionistas foráneos de promover la inestabilidad financiera en Malasia. Con este diagnóstico, la primera reacción de las autoridades fue atacar la "especulación" con medidas intervencionistas: castigos para empresas que importaran productos disponibles en Malasia; prohibición de ciertas operaciones en el mercado accionario y creación de un fondo de 20 mil millones de dólares para apoyar el precio de las acciones, exclusivamente dirigido a favorecer a los inversionistas locales. Esto aumentó la inestabilidad financiera, por lo que el gobierno debió dar marcha atrás en la mayoría de estas medidas.

Por otra parte, hubo una clara reticencia inicial a suspender los megaproyectos públicos; finalmente, la severidad de la crisis obligó a detener diversos planes y a rescatar a algunas empresas con problemas utilizando fondos públicos; sin embargo, la ayuda gubernamental ha sido discrecional y se ha canalizado principalmente a compañías cuyos propietarios tienen nexos políticos con el sector público¹.

La vocación del gobierno se aprecia claramente en las medidas adoptadas inicialmente para salvaguardar la salud del sistema financiero. Al inicio de la crisis hubo una "corrida" contra 39 compañías financieras; sin embargo, ésta fue frenada con la inyección de recursos públicos. Las autoridades de Malasia han buscado apoyar a las instituciones locales a cualquier costo, a fin de eliminar la posibilidad de que hayan cierres masivos y/o compra general por parte de inversionistas extranjeros —el límite a la participación foránea dentro del capital de las instituciones financieras locales es 30%.

Dado el enfoque intervencionista de la estrategia pública, han habido grandes ruidos para realizar una reforma financiera estructural; por ejemplo, en un principio se informó que se daría un plazo pequeño para que las empresas financieras se fusionaran; finalmente, esto quedó en una tímida recomendación para que se propusieran posibles socios.

Aunque el gobierno malayo se declaró satisfecho con su estrategia, las nuevas medidas (claramente intervencionistas) aplicadas a partir de septiembre descabitan su optimismo; de hecho, los resultados tienden a ser inversos a lo esperado.

En primer lugar, se decretó un control generalizado de cambios, con el fin de obligar a diversos agentes económicos locales a repatriar sus divisas a Malasia; asimismo, se prohibió la cotización del ringgit en los mercados internacionales.

En segundo término, el banco central modificó diversos lineamientos bancarios, con objeto de fomentar el crecimiento económico. Algunas medidas: reducción del monto que las instituciones crediticias deben mantener (sin generar intereses) en el banco central; disminución controlada de las tasas de interés y los márgenes de intermediación; reducción de los requerimientos de creación de

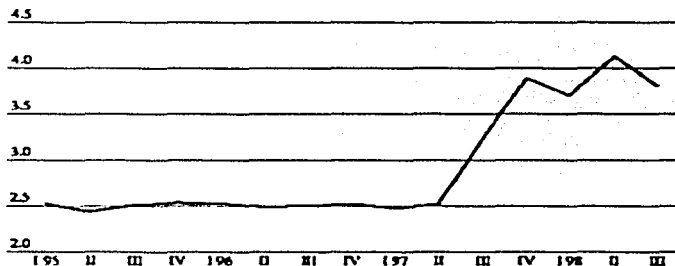
¹ The Economist, Malaya Times, February 1998.

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

reservas; y obligación para que cada banco incremente el crédito a una tasa anual mínima de 8%, canalizando los recursos principalmente hacia actividades relacionadas con las exportaciones.

GRAFICA 22

Tipo de Cambio
Ringgit por Dólar



La reacción de los inversionistas a estas medidas fue negativa; de hecho, algunos analistas estimaron que las nuevas reglas podrían provocar que la cartera vencida crezca de manera explosiva.

El paquete de medidas de Malasia incluyó:

- * La fijación oficial del ringgit en 3,8 unidades frente al dólar, eliminando o restringiendo así el papel de las fuerzas del mercado en la determinación de la cotización diaria de la moneda nacional.
- * La prohibición a los no residentes que adquieran acciones locales de retirar del país las ganancias derivadas de la venta de dichas acciones por un año a partir de la fecha de compra, con la finalidad de reducir la negociación accionaria especulativa a corto plazo por parte de extranjeros.
- * La determinación de que todas las transacciones con valores cotizados en la Bolsa de Kuala Lumpur deben efectuarse mediante una bolsa reconocida por ésta. Esta medida tiene por fin hacer regresar a la bolsa local el comercio off-shore de acciones malasias, hasta ahora realizado principalmente en Singapur.
- * Reducción o eliminación del comercio internacional del ringgit, haciendo retornar al país los activos financieros en esa moneda mediante el descomercio, o la no aceptación de tales activos pasado un mes de su salida. (No obstante, se otorgan permisos en casos excepcionales).

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

* El pago de las exportaciones debe realizarse en moneda extranjera.

* Medidas tendientes a limitar la extracción o introducción de fondos. Por ejemplo, los viajeros malasio sólo pueden tener consigo 1.000 ringgits al entrar o salir del país, y otros 10.000 en moneda extranjera al salir. Los viajeros no residentes pueden llevarse una cantidad de moneda extranjera equivalente a la que introdujeron. No hay límite a la importación de moneda extranjera.

* Imposición de condiciones de las operaciones y transferencias de fondos en cuentas extranjeras. Por ejemplo, las transferencias de fondos en ringgits entre cuentas extranjeras requieren la aprobación del Banco Central y, luego de un mes, se necesita la misma aprobación para las transferencias a cuentas nacionales.

* Controles más estrictos sobre los pagos de residentes por inversiones en el extranjero, facilidades de crédito en moneda extranjera y valores en ringgits¹.

Hasta el final de la primera semana de septiembre, todavía existía una considerable incertidumbre sobre los detalles de varias de las medidas, y el Banco Central emitió una segunda declaración interpretando algunas de las normas.

El entonces presidente interino del Banco Central, Zen Akhtar Aziz, sostuvo que los extranjeros que realizan inversiones directas, en libertad para repatriar sus ganancias, no serían afectados ya que los controles están destinados a contener el impacto del flujo de fondos a corto plazo.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) expresó su asombro y declaró que, en general, "cualquier restricción impuesta al movimiento de capital no conduce a fortalecer la confianza del inversor".

Algunos analistas, especialmente aquellos vinculados a los fondos de inversión que dependen del libre movimiento de capital para obtener ganancias, fueron mordaces en sus críticas. Un observador de Londres afirmó que Malasia sufre actualmente de "una crisis de coherente intelectual", ya que las medidas adoptadas fueron lo más estúpidas posible².

Sin embargo, también hubo muchas respuestas positivas. Sindicatos, grupos de consumidores y de empresas nacionales elogaron las medidas. La Cámara Internacional de Industria y Comercio de Malasia, que representa a las compañías extranjeras en el país, declaró que los controles monetarios son una buena solución a corto plazo ya que otorgan a la nación cierto espacio para poner la casa en orden. "Los miembros de la Cámara normalmente no aprobarían medidas contrarias a los principios del libre mercado", dijo su presidente, Joryen Bombotti, "pero la actual situación es anormal, y dadas

¹ Carta de Intención del Gobernador del Banco de Malasia y del Ministro de Finanzas de Malasia al FMI, Bangkok, febrero 24, 1998.

² Litan R. (1998) "A Three Step remedy for Asia's Financial Flu" Brookings Policy Brief #30, February, The Brookings Institution, Washington DC.

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

las circunstancias, la Cámara espera sinceramente que las medidas logren la estabilidad económica y otorguen tiempo a las organizaciones malasias para reconstruir sus fuerzas".

El director del gigantesco Grupo Estadounidense Internacional, que tiene una filial en Malasia, también expresó su respaldo. Asimismo, el diario The Financial Times declaró que existen razones para el control temporal de capitales en estos tiempos de crisis. Señaló que algunos economistas creen que los controles sobre los fondos de corto plazo deberían formar parte de la política de los mercados emergentes para evitar la desestabilización de la entrada y salida de capitales, que dio origen a la crisis asiática. Dichos controles, agregó, otorgarían a los países afectados por la crisis una mayor flexibilidad monetaria, facilitando la reforma bancaria, mientras las bajas tasas de interés impulsarían el crecimiento. El periódico advirtió, sin embargo, que los controles de capital deberían ser transitorios y utilizarse para ayudar a las reformas económicas, no para evitarlas.

El economista estadounidense Paul Krugman publicó una carta abierta al primer ministro de Malasia, Mahathir Mohammad, expresando su deseo ferviente de que las nuevas medidas tengan buenos resultados. Krugman, quien se ha manifestado a favor de los controles de capital como forma de superar la crisis asiática, advirtió sin embargo que dichos controles son riesgosos y no tienen garantía de éxito.

Las medidas tuvieron algunos efectos deseados. En primer lugar, el valor del ringgit se fijó y estabilizó en 3,8 frente al dólar a partir del 2 de setiembre. Hubo leves fluctuaciones con relación a otras divisas, en reflejo de la modificación de sus valores frente al dólar. En segundo lugar, el mercado local de valores tuvo una reacción positiva. Tras caer 13 por ciento el día del anuncio de las medidas (1 de setiembre), el índice compuesto de la Bolsa de Valores de Kuala Lumpur subió 38 por ciento en los tres días siguientes, llegando a 363 puntos el 4 de setiembre. En tercer lugar, las autoridades no perdieron tiempo en reducir las tasas de interés. El Banco Central redujo el 3 de setiembre la tasa de intervención de tres meses de 9,5 a ocho por ciento. Los intereses de los préstamos también se redujeron, aliviando la carga de compañías y consumidores endeudados.

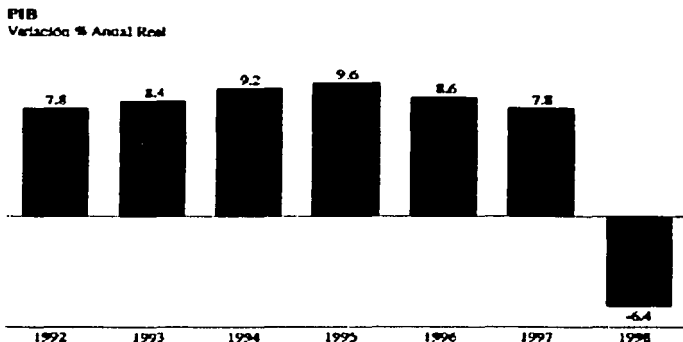
En cualquier circunstancia, estas medidas no han logrado reactivar la economía y se espera que en 1998 el PIB se contraiga 6,4%.

⁶ Krugman P. (1997) "What Happened to Asia" Paul Krugman's Home Page
<http://web.mit.edu/krugman/www/dvinter.html>

Krugman, señaló cuatro puntos: los controles deben provenir de un organismo mínimo en el comercio, ser transitorios y contribuir a la reforma en lugar de sustituirlos, y la moneda no debe fijarse en un nivel demasiado alto.

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

GRAFICA 23



La relajación de la política monetaria se ha convertido en una prioridad para Malasia, y la capacidad de lograrla sin depreciar la moneda fue uno de los principales motivos para la decisión de imponer controles de capital. Antes de los controles, existía un dilema político entre la reducción de las tasas de interés y el mantenimiento del tipo de cambio. Con la introducción de las restricciones se rompió ese vínculo, ya que el valor de la moneda se estabilizó y ahora existe mayor libertad para variar las tasas de interés.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

3.6. Corea: La Gran Sorpresa

La implosión de la economía sudcoreana ha sido quizás una sorpresa aún mayor que la del colapso de las economías del sudeste asiático. En modo diverso de éstas, Corea del Sur, emprendió un camino hacia la potencia industrial que se basó principalmente en el ahorro interno, obtenido parcialmente a través de reformas que mejoraron la equidad, como por ejemplo la reforma agraria de principios de la década del 50.

El capital extranjero jugó un papel importante, pero los recursos financieros locales logrados mediante un riguroso sistema tributario, un mercado interno protegido y mercados externos abiertos gracias a una agresiva estrategia mercantil constituyeron la fuente principal de la acumulación de capital.

El marco institucional fue establecido mediante una estrecha relación entre el sector privado y el Estado, con este último al comando. El Estado protegió a los chaebol (conglomerados industriales) y luego los empujó hacia el mercado internacional. A comienzos de los años 80, la alianza Estado-chaebol pareció incontestable en los mercados internacionales, mientras que los amplios recursos de los bancos comerciales proporcionaron los medios a Hyundai, Samsung, LG y otros conglomerados para conquistar porciones de mercado en Europa, Asia y América del Norte.¹

A principios de los 90, sin embargo, la marea se volvió contra los sudcoreanos. Dos factores, en particular, parecieron ser decisivos. El primero fue el fracaso en invertir en forma significativa en investigación y desarrollo, y el segundo, el masivo "ataque relámpago" comercial que Estados Unidos lanzó contra Corea del Sur.

El gasto gubernamental en inversión y desarrollo a fines de los años 80 fue de sólo 0,4 por ciento del Producto Interno Bruto (PIB) y nunca se ejecutaron las reformas para modernizar el sistema educacional y crear una fuerza de trabajo más eficiente técnicamente². A fines de esa década había en Corea del Sur sólo 32 ingenieros cada 10.000 trabajadores, mientras que en Japón la cifra llegaba a 240 y en Estados Unidos a 160.

Las empresas sudcoreanas, por su parte, tomaron la vía más fácil y eligieron competir sobre la base de mano de obra no especializada a bajo costo, trasladando buena parte de sus operaciones al sudeste asiático. Asimismo, los chaebol prefirieron dedicar sus ganancias a actividades especulativas. En la década pasada, invirtieron más de 16.500 millones de dólares en la compra de tierras o de hoteles de lujo.

¹ McKibbin W. (1997). Some Global Consequences of Financial Market Liberalization in the Asia-Pacific Region paper prepared for the EMBA conference on "Investment Liberalization and Financial Reform in the Asia Pacific Region" held in Sydney August 29-31.

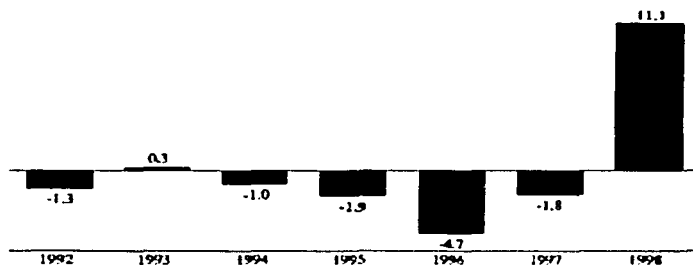
² World Bank, *The East Asian Miracle*, Washington 1996.

J. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

No resulta sorprendente, entonces, que la mayoría de las máquinas de las plantas industriales sudcoreanas fueran importadas de Japón y que los televisores a colores o las computadoras portátiles que se arman en Corea del Sur continúen conteniendo sobre todo componentes japoneses. El resultado ha sido un gran déficit comercial con Japón, que llegó a más de 15.000 millones de dólares en 1996⁴.

GRAFICA 24

Cuenta Corriente
% del PIB



Por su parte Washington, temiendo la emergencia de otro Japón con el cual estaría constantemente en déficit, sometió a Seúl a una ofensiva comercial mucho más dura que la dirigida contra Tokio. Entre otras cosas, Estados Unidos hizo lo siguiente:

- ✓ Forzó a Corea del Sur a adoptar "restricciones voluntarias" en las exportaciones de numerosos productos, como los textiles, las vestimentas y el acero;
- ✓ Obligó a la revaluación del won, la moneda nacional, respecto del dólar en 40 por ciento entre 1986 y 1989 para encarecer los productos sudcoreanos y de ese modo contuvo la demanda de tales bienes;
- ✓ Forzó a Seúl a abrir cerca de 98 por ciento de sus áreas industriales y 32 por ciento de las áreas de servicio a las inversiones extranjeras e intensificó la presión para la liberalización en materia de telecomunicaciones, servicios marítimos y bancarios, adquisiciones gubernamentales y muchas otras⁵.

Periodico Reforma, "Corea: Un Gigante Entorpecido", jueves 23 de julio de 1998.

⁴ Organización de Cooperación para el Desarrollo y la Economía, "OECD Economic Surveys: Korea", *OECD Economic Surveys 1996-1997*, noviembre 1997.

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

Cercada en varios frentes, Corea del Sur vio como su superávit comercial de 9.600 millones de dólares con Estados Unidos de 1987 se transformó en 1996 en un déficit de más de 10.000 millones de dólares y el total de su déficit comercial subió a 21.000 millones. En un intento desesperado por volver a ganar rentabilidad, los empresarios trataron de forzar en diciembre de 1996 la aprobación de una serie de leyes que les hubieran dado muchas más facilidades para despedir a sus trabajadores y para reducir la fuerza laboral. Cuando esta tentativa fracasó debido a la fuerte oposición de los trabajadores, muchos chaebol no tuvieron otra alternativa que volver a caer en su antigua relación simbiótica con el gobierno y los bancos, esta vez para obtener cada vez mayores préstamos para mantener en vida sus operaciones a pérdida.

En octubre de 1997, se estimaba que el monto de los préstamos morosos de las empresas sudcoreanas habían subido a más de 50.000 millones de dólares. Ante esta situación, los bancos extranjeros, que ya tenían inversiones y préstamos en Corea del Sur por valor de 200.000 millones de dólares, se volvieron reacios a otorgar nuevos fondos⁵.

A fines de noviembre, Seúl, que se veía obligado a pagar en un año cerca de 72.000 millones de dólares del total de su deuda externa, que asciende a 110.000 millones de dólares, se sumó a Tailandia e Indonesia en la cola ante el Fondo Monetario Internacional (FMI). El gobierno sudcoreano consiguió que el FMI se comprometiera a otorgarle 57.000 millones de dólares para salvar su economía, con la condición de que además de emprender un duro programa de estabilización también suprima las instituciones clave y las prácticas que habían impulsado al país a formar parte de los "tigres asiáticos"⁶.

Tres elementos se conjugaron para provocar el estallido de la crisis en Corea:

- ✓ Pérdida de competitividad por la vulnerabilidad de las cuentas externas (en 1996 el déficit corriente representó casi 5% del PIB); en esto influyeron inicialmente la debilidad de Japón y el declive del yen; el asunto se complicó con las devaluaciones de las naciones del Sureste Asiático y la volatilidad financiera resultante.
- ✓ Rigidez del aparato productivo. La estructura económica basada en los grandes conglomerados industriales (denominados chaebols) daba ya señales de agotamiento desde mediados de la década, al grado de que se multiplicaron las quiebras de conglomerados y aumentaron el desempleo y el malestar social.
- ✓ Débil situación financiera del sistema bancario. El control interno sobre la calidad de la cartera era deficiente -- muchos préstamos interrelacionados por la dependencia existente entre compañías, bancos y gobierno; había grandes lagunas en la supervisión y la regulación, mientras que la calidad de los estados contables de los bancos y la capitalización requerida por las autoridades eran menores en relación con los estándares internacionales.

⁵ Radeler, Steven y Jeffrey Sachs, "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects", Harvard Institute for International Development, Cambridge, 1998.

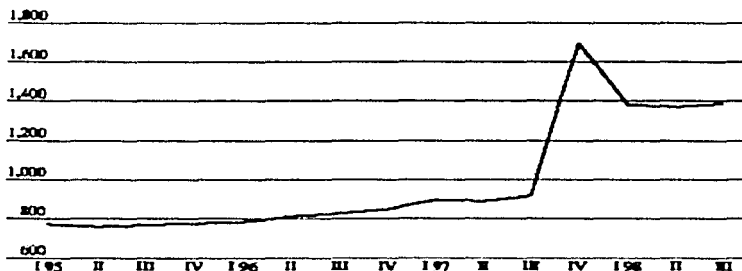
⁶ Fondo Monetario Internacional, "FMI Concludes Article IV Consultations with Korea", Press Information Notice (PIN) No. 98/39, junio 19 de 1998.

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

A fines de noviembre de 1997, tras la dramática caída del won en el mercado de divisas, un grupo de economistas del Fondo Monetario Internacional (FMI) encabezado por Hubert Neiss llegó a Seúl. Su misión consistía en negociar los términos de un paquete de rescate "a la mexicana" con vistas a "restaurar la salud y la estabilidad económica" de Corea del Sur.

GRAFICA 25

Tipo de Cambio
Won por Dólar



Se sentó así un importante precedente: la "medicina económica" rutinariamente impuesta por el FMI a países del Tercer Mundo se aplicó por primera vez en una avanzada economía industrial. Los detalles del programa de reformas económicas ya habían sido decididos en consulta con el Departamento del Tesoro de Estados Unidos y bancos comerciales y mercantiles de Wall Street, Japón y la Unión Europea.

Se redactó, rápidamente, una carta de intención ("Memorando del Programa Económico") en representación del gobierno sudcoreano, sin analizar las causas profundas de la crisis. Las "soluciones" ya habían sido decididas; no era necesario examen alguno. Luego se redactó una carta explicatoria con la ayuda de funcionarios del FMI, fechada el 3 de diciembre y firmada por el gobernador del Banco de Corea, Kyung Shik Lee, y el ministro de Finanzas, Chan Yuel Lam. El Memorando incluyó el usual Documento de Marco Político que las instituciones de Bretton Woods imponen a las naciones endeudadas del Tercer Mundo.

Banco Pablo de Azavedo, Mediana Arque, Instituto Complutense de Estudios Económicos, Madrid, 1998.

* Chock, R. (1998), "Thoughts on the Origins of the Asian Crisis: Impulses and Propagation Mechanisms", *Pacific Basin Working Paper*, n° 98/07, Federal Reserve Bank of San Francisco, September.

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

El director gerente del FMI, Michel Camdessus, estaba en Seúl en los días finales de la negociación. La misión terminó abruptamente el 3 de diciembre luego de una semana de trabajo. Funcionarios del FMI ya habían redactado una "propuesta de decisión" sobre el acuerdo de contingencia para que fuera adoptada por la Junta Ejecutiva al día siguiente. En estrecha consulta con negociadores del FMI, el Banco Mundial y el Banco de Desarrollo de Asia también enviaron sus propios equipos. El 18 de diciembre se anunció un paquete con estrictas condiciones sobre "gobierno financiero".

El 24 de diciembre, ejecutivos de seis importantes bancos comerciales de Estados Unidos - entre ellos Chase, Bank America, Citicorp y J. P. Morgan - fueron citados para una reunión en el Banco de la Reserva Federal de Nueva York. Los cinco grandes bancos mercantiles neoyorquinos (Goldman Sachs, Lehman Brothers, Morgan Stanley, Salomon y Smith-Harney, estos dos últimos actualmente fusionados) también estuvieron involucrados en las discusiones sobre la deuda a corto plazo de Corea del Sur.² Casi simultáneamente, unos 80 bancos acreedores de Europa, bajo la presidencia del Deutsche Bank, se reunieron a puertas cerradas en Frankfurt, mientras los 10 grandes bancos de Japón, acreedores de gran parte de la deuda sudcoreana a corto plazo, mantuvieron discusiones de alto nivel en Tokio con el presidente del Banco de Corea, Kyung Shik Lee.

Evidentemente, el paquete de rescate, que sería financiado por países del Grupo de los Siete (G-7), el FMI, el Banco Mundial y el Banco de Desarrollo de Asia, no generará un influjo de capital a Corea del Sur, sino que servirá a los intereses de la comunidad bancaria internacional, permitiendo que bancos estadounidenses, europeos y japoneses se cobren la deuda sudcoreana a corto plazo. A la vez, Seúl deberá pagar los intereses de esa deuda hasta el año 2006.

El programa del FMI acaba con la soberanía económica de Corea del Sur y la sume en una profunda recesión de la noche a la mañana. El impacto social es devastador, ya que el programa deprime los salarios y crea un masivo desempleo (los salarios en dólares se redujeron a la mitad como resultado de la devaluación). El acuerdo también exige que el gobierno aplique la "flexibilización laboral", que incluye procedimientos para disminuir los salarios y despedir "trabajadores excedentes".

El objetivo del acuerdo del FMI consiste en desmontar el sistema bancario sudcoreano y crear condiciones que permitan al capital extranjero adquirir rápidamente las industrias más rentables. El acuerdo elevó el tope de la propiedad extranjera individual en 50 por ciento para fines de 1997 y en 55 por ciento para febrero de 1998. Además, exige una mayor liberalización comercial y la apertura del mercado doméstico de bonos al capital extranjero.

Asimismo, el acuerdo marca la muerte de la banca central de la economía más vibrante de Asia y permite a bancos mercantiles extranjeros adquirir 100 por ciento de propiedad en bancos sudcoreanos.

² Financial Times, 27-28 de diciembre de 1997.

³ García, C. e I. Olivie (1999), "Pánico financiero y deficiencias estructurales en la crisis de Asia oriental", *Boletín Económico de C.E.P.A.*, n° 2005, 1-7 de febrero, pp. 17-26.

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

"Se permitirá a las insituciones financieras extranjeras adquirir capital social en bancos nacionales en forma irrestricta"

Se ha instalado un "gobierno paralelo" de facto. El Banco de Corea se reorganizará y las facultades del Ministerio de Finanzas se redefinirán. La política monetaria y fiscal será dictada por acreedores externos, y aquella se restringirá, según directivas del FMI. El gasto gubernamental en programas sociales e infraestructura también será limitado.

Durante una sesión especial celebrada el 23 de diciembre, "legisladores sudcoreanos aprobaron las cuatro mociones del gobierno relativas a los planes de rescate del FMI"¹¹. De acuerdo con las directivas del FMI, se aprobaron leyes que desmantelan las amplias facultades del Ministerio de Finanzas y lo despojan de sus funciones de regulación y supervisión financiera. Así, el parlamento de Corea del Sur se ha transformado en una especie de sello de goma. La legislación es impulsada mediante un "chantaje financiero": si no se aprueba rápidamente dentro de los plazos fijados por el FMI, el desembolso del préstamo se suspende, con el riesgo de una renovada especulación monetaria.

El FMI también exigió la aprobación de leyes que establezcan la "independencia del banco central". Esta disposición frustra la financiación del desarrollo económico "desde dentro" mediante políticas monetarias, elemento vital para el dinámico crecimiento industrial de Corea en los últimos 30 años.

El banco central fue aplastado y sus reservas de divisas saqueadas por especuladores institucionales. A fines de noviembre, las reservas del Banco de Corea descendieron a 7.260 millones de dólares, en una caída récord. Debido al acuerdo con el FMI, que congela el otorgamiento de préstamos domésticos, las empresas sudcoreanas dependerán cada vez más de instituciones extranjeras de crédito, que participan de la especulación contra el won.

El presidente Kim Dae Jung advirtió el 5 de diciembre durante su campaña electoral, un día después de la decisión de la Junta Ejecutiva del FMI, que "ahora los inversores extranjeros pueden adquirir libremente todo el sector financiero sudcoreano, incluso 26 bancos, 27 sociedades de bolsa, 12 empresas de seguros y 21 bancos mercantiles, todos los cuales figuran en la Bolsa de Valores, por sólo 5,5 billones de won, es decir, 3.700 millones de dólares"¹². Sin embargo, tras ser elegido el 18 de diciembre, Kim anunció su apoyo incondicional al FMI. "Abriré el mercado en forma audaz. Lo haré para que los inversores extranjeros puedan invertir con confianza". La devaluación del won generó una cadena de bancarrotas que afectó tanto al sector financiero como al industrial. La devaluación contribuyó también a provocar abruptos aumentos en el precio de los artículos de consumo.

Paradójicamente, en lugar de restaurar la "estabilidad económica", el programa del FMI sirvió para realzar el impacto de la devaluación, lo cual causó una nueva serie de quiebras. Se puso así en movimiento una "política de salud" (es decir, un programa de bancarrotas) en cuyo marco las operaciones de nueve bancos mercantiles "en problemas" fueron suspendidas el 2 de diciembre, antes del fin de la misión del FMI. El párrafo 25 del acuerdo estipula que el gobierno, en consulta con el

¹¹ Choe Seung-ho, "Asamblea de día para legislar sobre reformas financieras clave", *Korean Herald*, 23 de diciembre de 1997.

¹² Michael Hudson, "Drama for Our World", 23 de diciembre de 1997.

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

FMI, deberá "preparar un programa de acción integral para fortalecer la supervisión y regulación financiera"

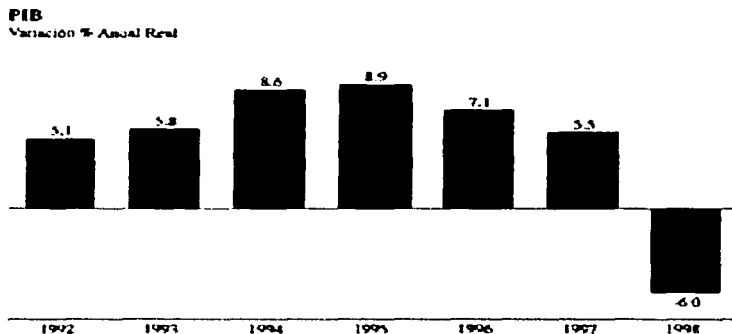
El acuerdo del FMI creó las condiciones para facilitar las llamadas fusiones y adquisiciones "amistosas" por el capital extranjero. El grupo automotor Kia, uno de los mayores conglomerados de Corea del Sur, se declaró en quiebra, y un destino similar corrió el Grupo Halla, dedicado a la construcción de barcos, la ingeniería y los repuestos de automóviles. El programa del FMI contribuye a la fractura de los chaebol, invitados a establecer "alianzas estratégicas con firmas extranjeras", lo cual significa tarde o temprano su control por el capital exterior. A la vez, algunos bancos coreanos se volverán "más atractivos" para potenciales compradores extranjeros mediante la transferencia de sus créditos morosos a un fondo público de rescate: la Corporación Coreana de Administración de Activos.

Asimismo, el congelamiento impuesto a los créditos del banco central le impide rescatar empresas o bancos en crisis. El acuerdo estipula que "se revocará la licencia a los bancos mercantiles que no puedan adaptarse a planes adecuados de reestructuración en 30 días".

El congelamiento de los créditos exigido por el FMI contribuyó a paralizar la industria de la construcción y el sector de los servicios. "Más de 90 por ciento de las compañías constructoras, con una deuda combinada de 20.000 millones de dólares ante instituciones financieras domésticas, están en peligro de bancarota"¹².

La contracción del poder adquisitivo doméstico, expresada en la reducción de salarios y el aumento del desempleo, también "hizo estremecer las pequeñas empresas domésticas, permanentemente sedientas de efectivo". El gobierno concuerda en que "numerosas pequeñas empresas dependientes del mercado interno se volverán insolventes en los próximos meses"¹³. Para 1998 se prevé unas 15.000 quiebras.

GRAFICA 26



¹² Korea Herald, 5 de diciembre de 1997

de 1997

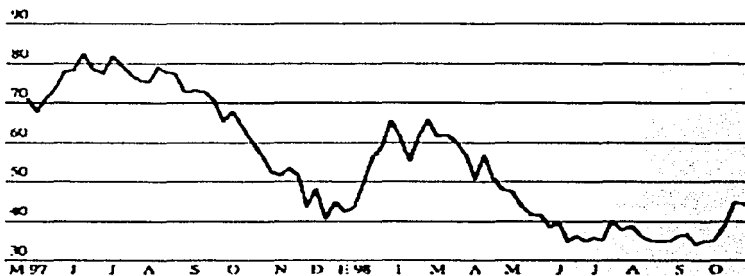
TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

En cuanto el sector de la manufactura y la alta tecnología de Corea del Sur quedó a disposición, empresas occidentales salieron en busca de activos industriales a precios irrisorios. La devaluación deprimió el valor en dólares de los activos coreanos, y las reformas patrocinadas por el FMI contribuirán a deprimirlo aún más.

El grupo Hanwha vendió sus refinerías de petróleo a Royal Dutch/Shell, tras haber vendido "la mitad de su empresa conjunta de productos químicos a BASF de Alemania".¹⁵ Mientras, "el valor de mercado de Samsung Electronics, el mayor productor de chips para computadora del mundo, cayó de 6.750 millones de dólares a comienzos de octubre, antes de que se maquinara el colapso, a 2.400 millones. Actualmente es más barata una de esas compañías que una fábrica, y el paquete incluye la distribución, el préstamo de la marca y mano de obra entrenada".

GRAFICA 27

Índice de la Bolsa de Valores



¹⁵ Busiello, P. (1999), "Las peculiaridades de Asia oriental: desarrollo económico, crisis financieras y perspectivas en el siglo XXI", SIP/ Centro Pignatelli, Zaragoza, España.

3.7. Indonesia: El Desplome

Indonesia con una población cercana a 200 millones de personas y con un modelo económico que fue paradigma para diferentes países y que le permitió un desempeño dinámico durante tres décadas, a partir de que su actual Presidente, Suharto, tomara el poder de un régimen comunista en 1965, se encamina hacia el colapso.

El rápido deterioro de las condiciones económicas en Indonesia representa el caso más dramático del desplome de las economías asiáticas. Este colapso provocó no sólo desórdenes sociales, sino sobre todo, la quiebra de un esquema económico que, en algunos aspectos, había sido considerado un ejemplo para las economías emergentes.

Los problemas de Indonesia tienen raíces profundas, mucho más allá de los ajustes cambiarios y bursátiles. Además, el gobierno retrasó la adopción de medidas para erradicar los problemas, bajo el supuesto de que los fundamentos económicos eran sólidos. Esta tibieza tuvo graves consecuencias.

La combinación de tres factores¹ desencadenó la inestabilidad en Indonesia a mediados de 1997.

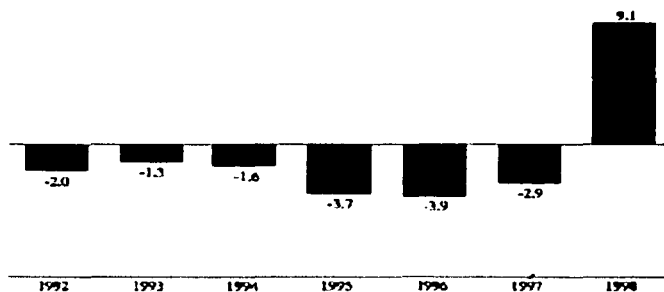
- ✓ El primer elemento fue la vulnerabilidad de las cuentas externas. El déficit en cuenta corriente había aumentado de manera substancial por la pérdida de competitividad cambiana derivada de la debilidad del yen y la fuerte competencia de China. Este déficit fue financiado principalmente con endeudamiento externo de corto plazo. A finales de 1997, la deuda externa del sector corporativo no financiero era de 63.6 mil millones de dólares; la de los bancos locales llegaba a 14.6 mil millones de dólares.
- ✓ El segundo factor fue la rigidez de la economía, pues existían múltiples monopolios y oligopolios; las empresas estratégicas estaban concentradas en unas pocas personas, allegadas al sector público. Esto reducía la competitividad del aparato productivo.

¹ Grupo Financiero Bancovní, "Los Tigres pierden sus garras" Noviembre 1998

- ✓ El tercer elemento fue la débil situación financiera de la banca. Durante muchos años, los préstamos crecieron aceleradamente y se concentraron en el sector inmobiliario y en empresas dominadas por políticos influyentes; por otra parte, la supervisión bancaria y los estándares contables eran muy deficientes. Al reducirse la entrada de capitales de largo plazo en 1996, las instituciones bancarias recurrieron de manera intensiva al endeudamiento de corto plazo con instituciones foráneas —conseguido con relativa facilidad, pues se consideraba improbable un ajuste cambiario—, lo que aumentó la vulnerabilidad del sistema.

GRAFICA 28

Cuenta Corriente
% del PIB



El gobierno minimizó el alcance global de la solitud financiera, a pesar de que existían múltiples elementos que reflejaban la debilidad de la estructura económica y bancaria. La actitud condescendiente de la administración se reflejó en diversos aspectos:

TESIS CON
FALSA DE ORIGEN

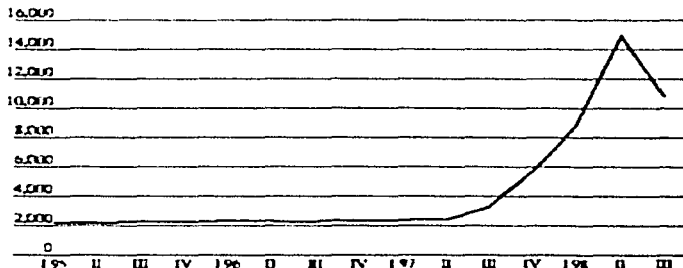
3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

- ✓ La reticencia inicial a eliminar megaproyectos estatales y grandes monopolios nacionales.
- ✓ Los múltiples conflictos de la administración de Indonesia con las autoridades del FMI, que retrasaron el paquete de ayuda e incentivaron la inestabilidad financiera. Algunos elementos de discusión fueron la reforma inconclusa del sistema arancelario, las promesas de reforma financiera vagas y la proyección de supuestos presupuestarios irreales respecto a lo establecido por el FMI.
- ✓ La falta de definición ocasionó ataques crecientes contra la rupia, al grado de que en enero de 1998 estuvo en peligro la viabilidad del sistema de pagos; en esta circunstancia, el gobierno buscó una "solución inmediata" a sus problemas y anunció la posibilidad de crear una caja de convertibilidad para utilizar a la paridad fija como instrumento para generar confianza; la negativa del FMI respecto a esta propuesta provocó más inestabilidad.

Al igual que otras naciones asiáticas en crisis, la de Indonesia también está vinculada a problemas de sobrevaluación de su moneda, que junto a la competencia de nuevos actores en los mercados internacionales, (China e India, especialmente) y limitados esfuerzos para mejorar la productividad de su aparato productivo, han provocado el desplome de su exportación, la que ha sido el "motor" de su economía.

GRAFICA 29

Tipo de Cambio
Rupias por Dólar



3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

Por lo demás, en la retrospectiva histórica hay que considerar el impacto y las secuelas de la "burbuja financiera" de Japón de finales de los ochenta país al que no poder colocar internamente sus recursos financieros los drenó a diversas economías del mundo, particularmente a las de la región asiática estos fondos entraron sin ningún control a Indonesia y en muchos casos subsidiados; en buena proporción se canalizaron a proyectos "malos"; de manera que la deuda externa del país se elevó a 120,000 millones de dólares (aunque la Banca Internacional la sitúa en 200,000 millones), de la cual tercios se refieren a pasivos de las empresas privadas.

A lo anterior se agrega la estrecha vinculación de la moneda de Indonesia, la rupia, con el dólar, el cual se apreció significativamente respecto a diferentes monedas "duras", entre ellas el Yen, en los dos últimos años.

La conjunción de los factores enunciados y la existencia de un régimen político que concentra el poder en un sólo hombre, (calificado por diversos analistas como colonialista), acentuaron la desconfianza de los inversionistas y acreedores en la economía de Indonesia y pusieron en entredicho la capacidad de liderazgo de Suharto; de manera que la problemática económica desembocó en una devastadora crisis; la devaluación de la rupia ha sido la mayor de las monedas regionales en los últimos seis meses: de 2,400 unidades por dólar al inicio de julio de 1997 superó más de 10,000 en el presente, alcanzando un máximo de 17,000 unidades por dólar; en estos niveles partamos la mayoría de las empresas y bancos indonesios se encuentran en una situación de quiebra técnica. El ajuste extraordinario de la paridad ha agravado la incapacidad de las compañías e instituciones financieras para cubrir el servicio de sus pasivos. Los Bancos muestran una elevada concentración de sus riesgos crediticios y serios problemas para afrontar la falta de liquidez que manifiestan³.

En este contexto y como parte de la promesa que el Fondo Monetario Internacional (FMI) hizo a Indonesia para apoyarlo junto con otros bancos y gobiernos extranjeros con 43,000 millones de dólares para estabilizar su economía, el gobierno ordenó el cierre de 16 bancos en noviembre pasado, (sólo significaban 2.0% de las actividades bancarias: medida que acrecentó la desconfianza general, además de privar que recursos de bancos locales que se percibieron como débiles se trasladaran a otras instituciones más fuertes, alrededor de 2,000 Millones de dólares y se "interrumpiera el suministro de capital al sector corporativo, este último se vio imposibilitado para cubrir sus adeudos por 1" que al final de enero de 1998, el gobierno congeló temporalmente el servicio de su deuda y se comprometió a garantizar todas las obligaciones bancarias.

En un estudio elaborado por economistas de la Universidad de Harvard se calificó a la estrategia de cierre de Bancos en Indonesia como inadecuada, porque profundizó de manera innecesaria la crisis de esa nación⁴.

³ Actualmente existen más de 200 bancos comerciales en Indonesia de ellos siete están en manos del estado y otros diez en las del sector privado representan 80% del valor total de los activos del sistema financiero. La presencia de instituciones financieras extranjeras es limitada, 10 filiales que poseen menos del 10% de los activos.

⁴ Bosworth, Barry, "The Asian Crisis in Context", presentado en la Conferencia del Wharton Long Term Credit Bank, Tokio, Japón, marzo 10 de 1998.

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

La desconfianza en el sistema financiero de Indonesia persiste por sus altos niveles de cartera vencida, 30% del total del crédito, y porque sus niveles de capitalización son muy bajos: 4.0%, en comparación con el límite legal fijado por el Banco Central de 9.0%; ello ha originado que los bancos foráneos redujeran las líneas de crédito concedidas a los instituciones financieras de Indonesia.

Por su parte, el Banco Central de Indonesia ha procurado mantener a flote los bancos vía la inyección de liquidez, estrategia que ha incrementado las presiones inflacionarias y pospuesto una reforma a Fondo del Sistema Financiero.

En general, el Presidente Suharto mostró reticencia a cumplir con el programa de estabilización económica que firmó con el FMI al final de 1997, que entre otras medidas de Reforma, incluye la suspensión de proyectos de infraestructura públicos, la cancelación de un crédito privilegiando un ~~mejor~~ proyecto automotriz y la eliminación de los monopolios de las industrias del azúcar y de la harina; supresión de subsidios en la economía; la restructuración del sistema financiero; transparencia en la política fiscal, y la apertura externa, principalmente⁵.

La decisión de Suharto causó que el FMI tomara la decisión de posponer la entrega de recursos a Indonesia por 3,000 millones de dólares de su paquete de ayuda.

Finalmente, las autoridades aceptaron detener proyectos por alrededor de 17 mil millones de dólares y alinearse a las exigencias del FMI; sin embargo, cuando se adoptó esta decisión el malestar social era incontenible.

Para empeorar las cosas, como comentamos anteriormente, el manejo de los problemas bancarios fue desafortunado, al reflejar también una minimización de las debilidades del sistema. Entre los errores destacan:

- ✓ En noviembre, el gobierno optó por garantizar sólo los ahorros inferiores a 5,600 dólares. Esto provocó confusión entre los ahorradores y generó retiros masivos de cuentahabientes, hasta que, en enero de 1998, la autoridad aceptó asegurar todos los depósitos.
- ✓ La consolidación del sistema financiero fue postergada innecesariamente; a pesar de que al principio de la crisis dejaron de operar 16 bancos, la agencia encargada de sanear al sector dejó de cerrar instituciones insostenibles y no alentó fusiones (salvo una entre dos instituciones estatales) a pesar de que muchos intermediarios financieros cayeron en la insolvencia.

⁵ El presidente Suharto ha admitido que las reformas presentas por el FMI "no están a orden con la constitución de su país, porque están dirigidas a producir una economía liberal; ello no está en concordancia con sus leyes que promueven una economía basada en principios liberales"; incluso Suharto afirmó que si los recursos del FMI "vacilan y degradan la dignidad de nuestra nación no los aceptamos".

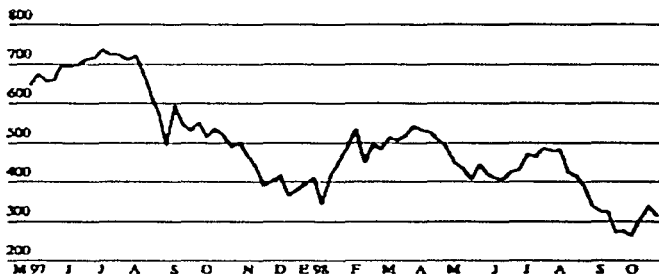
3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

- ✓ Finalmente, los juicios mercantiles eran demasiado lentos y además sufrían la corrupción general de los jueces, pues muchos préstamos fueron otorgados a familiares y allegados de Suharto. Esto bloqueó una posible salida al problema de los créditos problemáticos.

Los titubeos del gobierno generaron pérdida generalizada de confianza e insuficiencia de divisas.

GRAFICA 30

Índice de la Bolsa de Valores



El descontento social tendió a generalizarse con brotes de violencia de la población civil en varias zonas de ese país, ante el recrudecimiento de la crisis económica y la persistencia de Suharto, que por séptimo periodo consecutivo fue reelegido como Presidente en el mes de marzo, de conceder prioridad a la protección de sus familiares y allegados políticos, que han monopolizado buena parte de los negocios de ese país, en detrimento un

programa de estabilización económica que considere de manera particular beneficiar a los sectores económicos más débiles.

La violencia social se acrecentó debido a la sequía excepcional que registra Indonesia y que ha provocado escasez y encarecimiento de productos básicos; también se observan compras de "pánico" alentada por la significativa devaluación de la moneda: tan sólo en noviembre de 1997 los bienes básicos se elevaron más de 200% a tasa anualizada; el alza general de precios promedio 5.5% anual entre 1994 y 1996 y entre 6.5% y 8.0% en 1997. Se veía que la economía de Indonesia se encontraba al borde de un proceso hiperinflacionario, sobre todo si se tiene presente que es inminente la eliminación de subsidios a los combustibles, por la incertidumbre cambiaria existente, y porque en general, cualquier programa de estabilización económica por instrumentar, exacerbaría el alza de precios en el corto plazo. En este ambiente, el Banco Mundial no descartó que en Indonesia se pudiera generar una

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

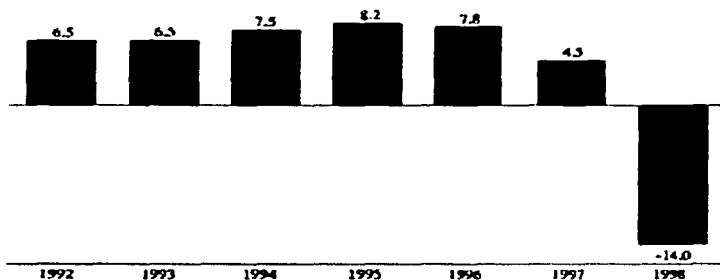
crisis alimentarla, ya que se requiere importar 4 millones de toneladas de arroz -alimento básico de esa nación- en el corto plazo, lo que no será fácil de concretar por los agudos problemas financieros que enfrenta⁷.

Las medicinas y los productos básicos empezaron a escasear y las protestas populares crecieron, al grado de que, luego de que murieran alrededor de mil personas en diversos episodios de violencia, el presidente Suharto se vio forzado a renunciar.

Como resultado de los errores gubernamentales y de la inestabilidad social, la economía se encuentra en una depresión; de crecer durante largos períodos a tasas anuales de 8%, el PIB podría caer hasta 14% en 1998. La inflación al consumidor, que fue 11.6% anual en 1997, podría concluir el año de 1998 en 70%.

GRAFICA 31

PIB
Variación % Anual Real



Así, Indonesia que unos meses antes de la crisis se perfilaba como una de las naciones en desarrollo de Asia con mayor potencial de crecimiento, ahora se vislumbra como la más lejana de la recuperación en esa región.

⁷Heading", en Portfolio Strategy, julio de 1998.

⁸World Bank, Global Economic Prospects 1998, Capítulo 2, 1998.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

3.8. El Rescate: El Fondo Monetario Internacional

La incapacidad de pago de las obligaciones financieras externas de corto plazo a la cual llegaron los bancos y el sector privado no bancario, obligó a las economías asiáticas, muy a su pesar, a recurrir al FMI para obtener financiamiento y hacer frente a sus compromisos. Éste actúa como prestador de última instancia para evitar la profundización de la crisis y sobre todo de la quiebra de la banca y de los inversionistas internacionales, que ven comprometidos el reembolso de los recursos. El FMI otorga liquidez a los países que caen en insolvencia para que cubran gran parte de sus compromisos financieros de corto plazo y evitar así la moratoria, la caída de las monedas y la propagación de la crisis, lo cual comprometería el funcionamiento del modelo económico predominante y, por tanto, los beneficios que éste le ha generado sobre todo a la economía estadounidense.

El FMI señala que: "no tiene sentido ni excusa que la comunidad internacional proporcione asistencia financiera a un país a menos que éste adopte medidas que hagan frente a sus problemas y eviten el resurgimiento de nuevas crisis". De ahí que los paquetes de rescate a los países asiáticos en crisis y las reestructuraciones de la deuda, están condicionados a que prosigan las políticas de ajuste que han predominado, tales como la estabilidad monetaria y cambiaria a través de políticas monetarias y fiscales restrictivas para disminuir las presiones sobre el sector externo, a mantener una política fiscal sana, a acelerar la liberalización y garantizar la apertura del sistema financiero, así como a eliminar de las restricciones a la propiedad extranjera en el sector financiero (FMI).

Las grandes obligaciones financieras de corto plazo no obstante la reestructuración de parte de la deuda que se ha alcanzado y la insuficiente ayuda financiera externa para hacer frente a tales pagos, obliga a las economías asiáticas a establecer políticas contraccionistas encaminadas a mantener el saneamiento fiscal y generar superávit de comercio exterior para contribuir al pago del servicio de la deuda externa de corto plazo, y para recuperar la estabilidad monetario-cambiana. Les es imprescindible recuperar la estabilidad monetaria para frenar la salida de capitales y evitar mayores presiones sobre el mercado de capitales y de divisas, como para restablecer la confianza en sus economías y el acceso a los mercados internacionales de capitales para que éstos regresen y con ellos se asegure el pago de las obligaciones pendientes.

Para reanudar la estabilidad monetario cambiaria, establecen altas tasas de interés y políticas contraccionistas para disminuir la presión sobre los precios. Stanley Fischer, economista del FMI, señala que el alza de la tasa de interés es temporal, y sirve únicamente para frenar la salida de capitales, y que el costo que ello tiene en debilitar a los bancos y a las corporaciones es menor a los que originan la devaluación, dados los altos niveles de endeudamiento externo existente. Y añade que: "el rechazo a aumentar la tasa de interés ha sido un factor importante en perpetuar la crisis". Al respecto cabe decir

¹ Fondo Monetario Internacional, "FMI's New Arrangements to Borrow Enter into Force", 19 de noviembre, 1998.

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL 4

que en el contexto de alta deuda externa e interna tan mala es la devaluación, como el aumento de la tasa de interés, y más aún si se acompañan de políticas contraccionistas que restringen la liquidez y el crecimiento del mercado interno, lo cual genera problemas de insolvencia pues la tasa de interés crece en mayor proporción que el ingreso de las empresas e individuos, desestabilizando, en última instancia, al sector bancario.

La preocupación del FMI de estabilizar la moneda, es decir, de frenar la devaluación a través del aumento de la tasa de interés y con políticas contraccionistas, es evitar desvalorizaciones del capital financiero que opera en los mercados de capitales. Sus políticas se dirigen a asegurar la rentabilidad de dicho capital a costa de contraer la actividad económica y los salarios reales. Las políticas de ajuste agravan los problemas de acumulación e insolvencia que enfrentan las empresas y el sistema bancario, por lo que prosigue la quiebra de bancos y la inestabilidad financiera en dichas economías. Además, configuran un contexto de menor crecimiento económico y mayor inflación, con relación al comportamiento previo a la crisis, donde disponían de gran entrada de capitales y mejor situación económica y financiera de sus empresas y bancos.

A pesar de la pretensión de temporalidad del alza de la tasa de interés, ésta se vuelve permanente debido al contexto de inestabilidad financiera y de incertidumbre que configura. Este hecho presiona, tanto sobre la tasa de interés como sobre el tipo de cambio. Pretender estabilizar el tipo de cambio con el alza de la tasa de interés a costa de aumentar los problemas en el sector bancario y de restringir la actividad económica, impide la estabilización del tipo de cambio y hace que se generalicen las devaluaciones en los países del área.

Diversos analistas han señalado que las políticas contraccionistas del FMI están equivocadas, pues llevan a las economías a la recesión y a profundizar los problemas de insolvencia e inestabilidad financiera. Al seguir las mismas políticas que estimulan acciones especulativas en detrimento del crecimiento de la esfera productiva, la crisis financiera y la necesidad de mayores intervenciones de los organismos financieros internacionales se mantienen latentes.

El problema no considerado por muchos analistas, es el hecho de que la liberalización económica requiere de estabilidad monetario-cambiana para que siga operando o, de lo contrario, se propician acciones especulativas y devaluaciones que desquicien al sector financiero y a la economía en su conjunto. De ahí que tengan que predominar políticas contraccionistas para asegurar superávit (o bajo déficit) fiscal para evitar presiones sobre precios y sobre el sector externo que puedan desestabilizar el tipo de cambio. Si a esto agregamos la alta carga del servicio de la deuda externa a corto plazo que tiene las economías asiáticas, se explica también la razón de las políticas contraccionistas para generar ahorro forzoso que se traducen en superávit comercial externo para asegurar dicho pago.

De hecho, el FMI señala que: "los países necesitan afirmar sus posiciones fiscales para incluir en sus presupuestos los futuros costos de reestructuración financiera y reducir el déficit de cuenta corriente". Es por ello, que se tiene que proceder a recortes presupuestales para que exista margen para financiar los apoyos fiscales a la banca y evitar su quiebra generalizada.

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL 4

Sin embargo, las políticas contraccionistas instrumentadas para estabilizar la moneda y tener margen para apoyar la banca, afectan negativamente las condiciones de acumulación de las empresas, lo que aumenta los problemas de insolvencia e inestabilidad bancaria, manteniendo latente el contexto de incertidumbre que se traduce en salida de capitales y permanentes presiones sobre el tipo de cambio y la tasa de interés.

Las políticas contraccionistas resultan muy poco apropiadas para salir de la crisis, pues se contraponen a las necesidades de liquidez que se requieren para encarar la quiebra y la inestabilidad bancaria.

Las políticas de contracción del crédito y el gasto público restringen el mercado interno, el empleo y la dinámica de acumulación de las empresas; esto crea problemas de insolvencia que repercuten en inestabilidad bancaria, más aún si consideramos los altos niveles de endeudamiento externo de corto plazo que éstos tienen.

Las altas tasa de interés que se establecen para frenar la salida de capitales y tratar de estabilizar la moneda acentúan los problemas de sobreendeudamiento de las empresas y de incapacidad de pago, por lo que se reanuda la problemática de los bancos y se incrementa el monto de ayuda que los gobiernos tienen que canalizar a dicho sector para evitar su quiebra generalizada. Todos estos factores evidencian la inoperabilidad de las políticas emanadas del FMI para hacer compatibles los ajustes macroeconómicos con la estabilidad financiera. Las políticas contraccionistas antinflacionarias dirigidas a frenar la inestabilidad cambiaria y a disminuir las presiones sobre el sector externo, lo hacen a costa de contraer la actividad económica y agudizar los problemas de insolvencia que desestabilizan al sector bancario.

Las políticas del FMI han fracasado para frenar la crisis y detener la fuga de capitales y la devaluación de la moneda, así como para reanudar el crecimiento sostenido de las economías. En la perspectiva de frenar la salida de capitales ante la devaluación de las monedas asiáticas, la tasa de interés ha alcanzado niveles del 30 por ciento, lo que resulta insuficiente para alcanzar el objetivo buscado. El alza de la tasa de interés ha presionado sobre la carga del servicio de las obligaciones financieras, llevando a empresas y bancos a graves problemas de insolvencia, así como a déficits público, a la quiebra y a la inestabilidad financiera.

Dornbusch, al igual que otros economistas, señala que "el FMI puede ser cuestionado por demandar objetivos de baja inflación para 1998 que implicarían una brutal contracción monetaria en el contexto de la depreciación de más de 50 por ciento... dada la extraordinaria alta relación de deuda-activos prevaleciente entre las empresas coreanas". Dicha crítica se queda corta, pues al FMI no sólo hay que criticarlo por sus políticas contraccionistas de estabilidad monetaria, sino también por defender y seguir imponiendo a la liberalización financiera y comercial a las economías del mundo, por la que se imponen políticas contraccionistas causantes de los problemas de acumulación, insolvencia, de los

³ Dornbusch, R., I. Goldfajn and R. Valdes (1995), "Currency Crises and Collapses", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 219-270.

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL 4

frágiles ajustes macroeconómicos y las crisis financieras que han venido acentuándose y generalizándose en el ámbito mundial.

En conclusión, las políticas contraccionistas y de estabilidad monetario-cambiaria, liberalizan más los mercados de capitales, no obstante que son las causantes de las prácticas especulativas financieras que produjeron la crisis. La alta carga del servicio de la deuda externa de corto plazo no da margen para flexibilizar la política fiscal y crediticia para responder a las necesidades de liquidez de solvencia que demanda la salida a la inestabilidad bancaria.

Este hecho hace evidente la clara pérdida de soberanía en el manejo de la política económica que han caído estos países, debido a las crisis y a la política que generó y que sigue prevaleciendo.

CUADRO 5

| IMPACTO REGIONAL EN LA CRISIS FINANCIERA | | | | |
|--|-----------|-------------|-----------|-------------|
| | Oct-97 | | Sep-98 | |
| | RESERVAS* | INFLACION** | RESERVAS* | INFLACION** |
| ASIA | | | | |
| CHINA | 127.80 | 1.80 | 140.50 | 1.40 |
| HONG KONG | 85.30 | 8.60 | 92.10 | 2.70 |
| INDONESIA | 19.30 | 6.90 | 18.00 | 81.20 |
| COREA SUR | 34.40 | 4.20 | 45.10 | 6.90 |
| A.L. | | | | |
| ARGENTINA | 19.98 | 0.60 | 22.50 | 1.10 |
| BRASIL | 58.80 | 4.40 | 70.20 | 3.60 |
| CHILE | 17.40 | 6.00 | 15.10 | 5.20 |
| MEXICO | 25.80 | 18.80 | 31.70 | 15.50 |
| EUROPA | | | | |
| ALEMANIA | 77.30 | 3.00 | 79.10 | 2.10 |
| FRANCIA | 29.00 | 0.50 | 36.50 | 1.00 |
| RUSIA | 20.20 | 14.70 | 13.80 | 21.50 |

* Miles millones dólares
 ** Acumulación anual
 Fuente: Banco Mundial, The Economist, CEPAL

El FMI y el Banco Mundial asumen que la crisis se originó por una mala asignación del crédito en los países asiáticos y por no haber una adecuada supervisión y regulación de éstos. Stanley Fischer plantea que "las débiles e inadecuadas regulaciones bancarias y de supervisión y las relaciones complicadas y no transparentes entre gobiernos, bancos y corporaciones con la esencia de la crisis económica en cada uno de los países". En el mismo sentido, el 6 de mayo de 1998, el Presidente del Banco Mundial, James Wolfensohn señaló que: "la crisis financiera asiática fue en parte causada por acciones imprudentes por parte de banqueros y no se trató exclusivamente de un problema estructural". De ahí la resolución tomada en su última reunión conjunta a principios de abril de 1998, de "establecer mecanismos eficientes" para evitar crisis financieras recurrentes. El FMI se responsabiliza por resolver cualquier

TEJES CON
FALLA DE ORIGEN

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL 4

crisis, mediante la supervisión del funcionamiento de los mercados financieros y las economías en el ámbito mundial.⁴

La banca acreedora ha establecido regulaciones adicionales y ha presionado a los países deudores para que establezcan restricciones adicionales para salvaguardar los sistemas financieros nacionales. Esto destaca las políticas de control prudencial que las instituciones financieras deben realizar para evitar caer en una mala asignación de recursos y en prácticas especulativas. Para garantizar los préstamos del sector privado se están estableciendo primas de seguros y mecanismos de supervisión en la asignación de los créditos internacionales, además de exigir el cumplimiento de condiciones macroeconómicas y disposiciones financieras por parte de los deudores.

El F.M.I. y el Banco Mundial jamás va a reconocer que las actuales crisis son resultado de problemas estructurales derivados del contexto de liberalización predominante, que no crea condiciones de acumulación para cubrir el reembolso de los créditos otorgados. Plantear medidas de regulación y supervisión, así como políticas de control prudencial, evidencia el cuestionamiento a las políticas de liberalización y desregulación financiera recomendadas a escala mundial por dichas instituciones financieras, lo que implicaría la injerencia de éstas políticas de supervisión que asumirían los acreedores, como las de control prudencial que deberán establecer los deudores, no serán la solución a los problemas de las crisis financieras. No será a través de dichas medidas que se propicie una mejor asignación de recursos crediticios y que se eviten acciones especulativas y el resurgimiento de otra crisis financiera, puesto que las primeras no anulan el libre movimiento de capitales, lo cual da pie a las prácticas especulativas.

Valorar y manejar mejor el riesgo de los créditos bancarios internacionales hacia los mercados emergentes, y lograr que la banca nacional proceda de igual forma en torno a los créditos otorgados internamente a sus deudores, no resolverá el problema.

La asignación de créditos sólo a las unidades con capacidad de pago, excluirá de los primeros a gran parte de los sectores productivos debido a que la liberalización no crea condiciones de rentabilidad en ellos. De tal forma, al seguir manejada la esfera productiva, la economía enfrentará inestabilidad bancaria, y fuertes presiones sobre el sector externo, y continuará la alta vulnerabilidad de la economía en torno al comportamiento del capital financiero. Mientras continúe el proceso de liberalización financiera y la política que la acompaña, proseguirán los problemas que están detrás de las presiones sobre los fundamentos económicos, así como la baja acumulación de capital de las empresas y la incapacidad de generar ingresos suficientes para cubrir las obligaciones financieras internas y externas. No obstante que el FMI trate de hacer más efectivos los mecanismos de vigilancia y supervisión a las economías en crisis en torno al manejo de las políticas económicas dictadas por ellos, no será posible evitar otra crisis. El problema radica, como ya se señaló, en que dichas políticas son las que han generado la crisis e impiden su solución. De ahí que en México y en los países asiáticos en crisis, a pesar de la aplicación de las políticas emanadas del FMI, siga agravándose el problema de las carteras

⁴ World Bank, White Paper (1998), "Economic Globalization in a Broader, Long-term Perspective: Some Serious Concerns", Conference, James Wolfensohn.

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL 4

vencidas, la inestabilidad y la falta de intermediación financiera, además de que no hay suficientes fundamentos económicos sólidos capaces de reanudar una dinámica sostenida en la economía.

Al no generarse condiciones endógenas de acumulación, y debido a las presiones crecientes sobre el sector externo, se demanda cada vez mayor entrada de capitales para financiar tal desequilibrio y evitar que se agraven de las crisis financieras.

Se ha culpado a la banca acreedora internacional de no actuar en forma rápida para hacer frente a la insolvencia de los países asiáticos, lo que ha extendido el periodo de incertidumbre y de crisis, con las consecuencias de mayor inestabilidad cambiaria y en los mercados de capitales. Esto se debe a la gran magnitud de recursos involucrados en los mercados de capitales en esas economías, los cuales rebasan los 300,000 millones de dólares de corto plazo. Los recursos canalizados por el FMI en la crisis de los países asiáticos resultan insuficientes. Los recursos canalizados por el FMI, el Banco Mundial y créditos bilaterales a los países asiáticos en crisis, suman 111.9 mil millones de dólares, más que cualquier otro rescate financiero, y corresponde 36.6 a Indonesia, 58.2 a Corea y 17.1 a Tailandia.

CUADRO 6
PAQUETE DE AYUDA INTERNACIONAL (Miles millones Dolares)

| | FMI | BM-ADEVBK | ASIST.BILATERAL | TOTAL |
|-----------|------|-----------|-----------------|-------|
| INDONESIA | 16.1 | 8.0 | 23.2 | 47.4 |
| COREA | 20.9 | 14.0 | 23.3 | 58.2 |
| TAILANDIA | 3.9 | 2.7 | 10.5 | 17.1 |
| TOTAL | 34.7 | 24.7 | 52.5 | 111.9 |

Fuente: Bank Hofmann AG

El FMI autoproclama que "está a cargo de salvaguardar la estabilidad del sistema monetario internacional"; de ahí que la canalización de recursos sea para evitar la quiebra generalizada de bancos nacionales y empresas, así como de la banca acreedora internacional. Estas intervenciones del FMI y de la Oficina del Tesoro de Estados Unidos, como garantes de última instancia, han evitado caer en una "gran depresión" como la que aconteció entre 1929-1933. Algunos señalan que el FMI no debe intervenir y que las empresas y bancos nacionales e internacionales que entraron a la especulación deben asumir el costo de sus acciones. El problema es que de no actuar el FMI como prestador de última instancia, la crisis se agravará.

Pero, pese a su intervención, la inestabilidad de los mercados financieros prosigue. Cada vez se demandan mayores recursos externos para encarar la crisis y evitar que se agrave la insolvencia y se comprometa al sistema financiero internacional.

En el caso de la crisis de México, los recursos canalizados por el FMI y el gobierno de Estados Unidos fueron suficientes para hacer frente a las obligaciones externas de corto plazo, y ello evitó caer en moratoria. No obstante surgió un problema de insolvencia interna debido a las consecuencias de la devaluación y el alza de la tasa de interés sobre el costo de la deuda interna y externa, así como la desvalorización de los activos y la menor dinámica de acumulación que se deriva de las políticas

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL 4

contraccionistas. Tal situación, aunada a la gran deuda externa de corto plazo de los países asiáticos aumentó el endeudamiento, así como las carteras vencidas y la inestabilidad y quiebra de bancos.

CUADRO 7
PRINCIPALES CRÉDITOS OTORGADOS POR EL FMI

| | (millones de dólares) | | | | | | |
|------|-----------------------|--------|--------|----------|--------|--------|-------|
| | AFRICA | ASIA | AL | EUROPA E | MEXICO | RUSIA | INDIA |
| 1982 | 6.700 | 9.808 | 3.054 | 4.321 | 221 | - | 2.862 |
| 1983 | 8.171 | 12.407 | 9.297 | 5.437 | 1.327 | - | 4.480 |
| 1984 | 8.756 | 12.627 | 13.000 | 5.925 | 2.826 | - | 4.926 |
| 1985 | 8.657 | 11.700 | 14.008 | 5.296 | 2.982 | - | 4.822 |
| 1986 | 7.026 | 10.528 | 14.823 | 4.417 | 3.651 | - | 4.321 |
| 1987 | 6.079 | 8.899 | 14.193 | 3.082 | 4.014 | - | 3.522 |
| 1988 | 6.749 | 6.913 | 13.429 | 1.926 | 3.928 | - | 2.517 |
| 1989 | 6.815 | 5.933 | 13.227 | 903 | 4.273 | - | 1.589 |
| 1990 | 6.357 | 3.981 | 14.185 | 1.011 | 5.079 | - | 896 |
| 1991 | 6.504 | 5.549 | 13.388 | 3.821 | 5.217 | - | 2.676 |
| 1992 | 6.317 | 6.566 | 12.144 | 5.179 | 4.773 | 753 | 3.566 |
| 1993 | 6.476 | 7.022 | 11.447 | 6.794 | 3.844 | 1.082 | 3.054 |
| 1994 | 7.202 | 6.416 | 10.442 | 6.865 | 2.916 | 3.172 | 3.048 |
| 1995 | 7.734 | 5.346 | 19.828 | 12.575 | 11.746 | 7.136 | 2.169 |
| 1996 | 8.226 | 4.032 | 18.343 | 15.383 | 13.270 | 9.556 | 1.197 |
| 1997 | 9.456 | 14.100 | 18.739 | 17.459 | 8.818 | 11.216 | 1.325 |
| 1998 | 10.083 | 27.189 | 28.200 | 22.600 | 8.591 | 22.600 | 1.500 |

Fuente: Anuario estadístico del FMI, 1998

Las principales críticas que se le han hecho al FMI son las siguientes:

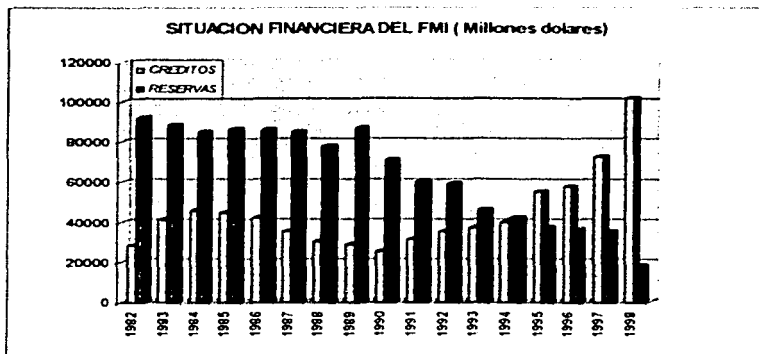
- Algunas de las condiciones obligan a los países a renunciar a sus políticas de protección a empresas e intereses nacionales y a abrir rápidamente sus economías, especialmente en el sector financiero, a la propiedad extranjera.
- El FMI fue influenciado o manipulado por Estados Unidos y otros países ricos para imponer esas condiciones, de modo que sus compañías puedan ganar acceso a los mercados de las naciones afectadas, ahora que están en una posición vulnerable. Asia oriental es una zona que preocupa a las empresas de Estados Unidos, puesto que después de casi dos décadas de expansión creó prósperos mercados en los cuales sus propios productos tenían dificultades para penetrar, mientras que bienes asiáticos baratos y subsidiados aflujan al mercado estadounidense. Lo que Washington y otros gobiernos del mundo industrializado no pudieron lograr mediante presión bilateral o multilateral, particularmente en el marco de la Organización Mundial del Comercio, lo obtienen ahora utilizando los créditos del FMI como palanca.
- El FMI practica el doble discurso en favor de bancos internacionales y en contra de instituciones financieras, empresas, depositantes y accionistas nacionales. Por un lado insiste en que los gobiernos se apeguen a estrictas reglas de mercado y no gasten dinero en auxiliar

instituciones financieras o compañías nacionales, pero por otro exige que sean los gobiernos los que paguen los préstamos obtenidos de bancos internacionales, incluidas las enormes deudas del sector privado. En otras palabras, los bancos extranjeros obtienen gigantescos subsidios de modo que no paguen por sus propios errores, mientras los bancos y empresas nacionales son obligados a dar quebra.

- Otras condiciones clave del FMI como el aumento de las tasas de interés, la restricción del crédito, el recorte de gastos gubernamentales y la contracción inducida de la economía en general están fuera de lugar en Asia, ya que fueron diseñadas para países (en especial de América Latina) que enfrentaban problemas diferentes, como altos déficit presupuestales y enormes deudas externas originadas en el sector público. Aplicadas a Asia oriental, esas políticas del FMI son contraproducentes, ya que los problemas están centrados en el sector privado. Aunque la economía real de los países asiáticos afectados tuvo una conducción sensata, se produjo un pánico financiero, en parte catalizado por especuladores, que causó un colapso de las monedas y las bolsas de valores. Esto, a su vez, arruinó a numerosas empresas que habían acumulado grandes deudas externas y a bancos privados que ya enfrentaban una alta proporción de préstamos morosos debido a la extensión del crédito a sectores no productivos.
- Las políticas del FMI son determinadas por funcionarios que no entienden cabalmente la situación de los países sobre los que deciden. Sin embargo, tales funcionarios están en condiciones de diseñar y aun alterar radicalmente en pocos días políticas de comunidades enteras que hasta ahora funcionaban bien y fueron modelo de éxito económico.
- El FMI predica sobre la necesidad de que gobiernos, bancos y empresas sean abiertos y transparentes, pero sus propias actividades se realizan en secreto. La base teórica de sus condiciones políticas nunca se revelan, y las propias condiciones no se hacen públicas en algunos casos, por lo tanto no están sujetas a revisión por profesionales independientes. Además, los gobiernos que reciben sus préstamos tienen escaso margen para negociar, y mucho menos para participar en la elaboración de las condiciones políticas de los créditos.

A raíz de la intervención del FMI y de los recursos canalizados tanto por dicha institución, como por Estados Unidos y Japón, los países asiáticos están sorteando los adeudos externos de corto plazo, en espera de que el resto de los acreedores acepten la negociación de la deuda faltante —es decir, para convertir la deuda de corto plazo de la banca comercial a bonos de largo plazo— a fin de evitar caer en insolvencia. Esto mantiene latente el clima de incertidumbre y la inestabilidad cambiaria y bursátil, y repercute negativamente sobre las economías acreedoras desarrolladas, lo que hace cada vez más difícil que éstas y el FMI actúen permanentemente como garantes de última instancia para entrar al rescate de otras crisis en las llamadas economías emergentes. El FMI ha tenido que pedir el apoyo internacional para poder hacerse de recursos y poder seguir "ayudando" a las economías en riesgo.

GRAFICA 32



Fuente: Elaboración Propia con datos FMI

El seis de diciembre de 1998 Michel Camdessus, Director General del FMI, hizo una de las mas importantes y controversiales declaraciones donde se plantearon diversas interrogantes con su respectivas respuestas, algunas de estas interrogantes eran: ¿cuál era la situación actual? ¿qué ha fallado? ¿que se debe hacer para superar la crisis actual y lograr un sistema internacional mas sólido y seguro? ¿cuál debe de ser la base de la nueva arquitectura internacional?

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

⁵ Camdessus M. 1998a. Is the Asian Crisis Over? Address by Michel Camdessus at the National Press Club, April 2 1998, Washington DC. <http://www.imf.org/external/np/speeches/1998/0402981.htm>

3.9. El Contagio: Una justificación

Una de las características distintivas del actual episodio de crisis es que los ataques especulativos observados en el último tiempo tienden a ocurrir en "olas regionales" antes que en países individuales. Es justamente este fenómeno lo que se ha denominado metafóricamente como contagio. Aunque el término es utilizado en forma recurrente por los medios de comunicación masiva, poca atención se ha puesto en explicar por qué dicho fenómeno podría ocurrir. En la literatura económica existen varios argumentos que podrían justificar la existencia de tales efectos. Aquí sólo se presentan algunos a modo de ilustración. Un primer argumento adelantado por Calvo¹ se refiere a las consecuencias de la diversificación de portafolio posibilitada por las innovaciones financieras y la integración creciente de nuevos países a los mercados financieros internacionales en un contexto de información incompleta. En forma resumida, Calvo argumenta que si los inversores componen su cartera con títulos de diferentes países los costos de seguir una estrategia de información completa -esto es, de informarse con detalle acerca del estado preciso de los fundamentals de cada una de las economías que forman parte, vía sus títulos, de la cartera- pueden tomarse crecientemente onerosos.

Más aún, los retornos de la estrategia de informarse con precisión respecto de los shocks idiosincráticos que afectan a cada país decaen rápidamente a medida que aumenta el grado de diversificación de la cartera. En tales circunstancias si, frente a la mera sospecha de que una economía particular puede atravesar dificultades, los costos de informarse no compensan los beneficios, la respuesta racional de los inversores va a ser desprenderse de tales activos y provocar una corrida aún cuando el estado de los fundamentals no se haya visto afectado ex ante por ninguna perturbación.

Estrechamente vinculados con esa argumentación se encuentran los fenómenos de comportamiento imitativo o de tipo manada. Krugman² presenta algunos de los argumentos más conocidos al respecto presentes en la literatura. Uno de ellos se relaciona con el carácter de bien público que tiene la información y se refiere a la conducta de los agentes en presencia de información privada y asimétrica que sólo se revela al resto de los agentes a través de las decisiones que cada uno de ellos toma.

En tales condiciones, si uno de ellos decide vender pues posee alguna pieza de información negativa el resto de los agentes puede seguirlo en dicha acción independientemente de la naturaleza de la información que ellos mismos posean. Dicho comportamiento podría verse reforzado si el/ los agente/s que decidieron desprenderse de los activos en primer lugar gozan de alguna clase especial de reputación.

Un argumento que también busca explicar la existencia de comportamientos de manada descansa en cuestiones vinculadas a la relación entre principal (el dueño de los fondos) y agente (el manager que decide en qué activos canalizarlos) y la forma en que se retribuye a estos últimos. Dado que usualmente

¹ Calvo, S. y Reinhart, C. (1996) Capital Flows to Latin America: Is There Evidence of Contagion Effects?, Policy Research Working Paper 1619, The World Bank, Economic Development Institute, Macroeconomic Management and Policy Division and International Monetary Fund, Western Hemisphere Department, June

Krugman (1998) Currency Crises, mimeo

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

los fund managers son compensados en relación al comportamiento promedio del mercado, existen incentivos para que, en un contexto de fuerte incertidumbre en los que los riesgos de tomar una decisión equivocada crecen en forma marcada, se generalicen conductas de tipo imitativo

Esto es, si el promedio de los managers deciden desprenderse de los activos financieros emitidos por alguna economía particular el inversor individual puede decidir —y tiene fuertes incentivos para hacerlo— imitar las decisiones adoptadas por el conjunto del mercado independientemente de que considere que tales acciones son equivocadas. Esto genera una suerte de asimetría en los incentivos que recuerdan el dictum de Keynes: "la creencia general enseña que es mejor para la reputación equivocarse en forma convencional que estar en lo cierto de manera heterodoxa".

Éstos argumentos al buscar conciliar el comportamiento de tipo imitativo con la racionalidad en la conducta de los agentes ponen de manifiesto un hecho de la mayor importancia: aunque cada agente se comporte individualmente en forma racional — intentando maximizar sus resultados para hacerlos compatibles con la información de la que disponen — ello no significa que el resultado agregado sea necesariamente eficiente. En este sentido, puede afirmarse que los argumentos anteriores, capaces de fundamentar la existencia de efectos de contagio, niegan la denominada "hipótesis de mercados eficientes"³ respecto de la forma en la que operan los mercados financieros. En forma resumida, dicha hipótesis señala que los mercados de activos arbitran instantáneamente de manera tal que los precios reflejan toda la información disponible hasta dicho momento. Por ello, si se quiere afirmar la existencia de efectos contagio y de fallas importantes en la operatoria de los mercados financieros al tiempo que se mantiene la hipótesis de racionalidad de parte de cada uno de los agentes individuales parece necesario postular alguna clase de imperfección en la información disponible por cada uno de ellos. Sin embargo, en un artículo aparecido en la revista *The Economist*⁴ dedicado a discutir precisamente la existencia o no de efectos contagio se presenta un argumento compatible con la existencia de información completa. El argumento en cuestión discute en la forma siguiente y se podría aplicar a una situación en la que: a) se produce un cambio en la información y/o la percepción respecto de la calidad de la cartera de un determinado deudor (un determinado país) y b) consecuentemente, ceteris paribus las políticas de dicho deudor, se modifica la propensión de los prestamistas a financiarlo. En tales condiciones si hay dos clases de países, unos con políticas directamente inconsistentes (Rusia, el cual veremos más a detalle en el siguiente apartado) y otros con graves —aunque no irresolubles— desequilibrios macroeconómicos (Brasil), podría ocurrir que, en el presente escenario, estos países cayeron de forma dramática como víctimas del contagio. De alguna manera, ello sugiere la posibilidad de equilibrios múltiples, algo bastante usual en los modelos dedicados a estudiar las situaciones de crisis financiera.

³ La hipótesis de los denominados mercados eficientes fue formulada por primera vez por H. Roberts en 1967 y, en forma sintética, sostiene que los precios de los activos contienen toda la información disponible. Una consecuencia de dicha hipótesis es que la serie de tiempos que describe el comportamiento de los precios de los activos financieros está generada por un proceso aleatorio del tipo *random walk*. Puesto de manera más sencilla ello significa que la variación de los precios de los activos va a comportarse en forma aleatoria. Ello será así pues si hay arbitraje y los precios de los activos son los de equilibrio tales precios sólo pueden variar como consecuencia de la generación aleatoria de nueva información que hasta dicho momento no se hallaba disponible. Dependiendo del tipo de información que se supone que incorpora los precios de los activos la eficiencia de mercado será débil, semi fuerte o fuerte.

⁴ *Is Contagion a Myth?*, en *The Economist* del 31 de octubre.

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

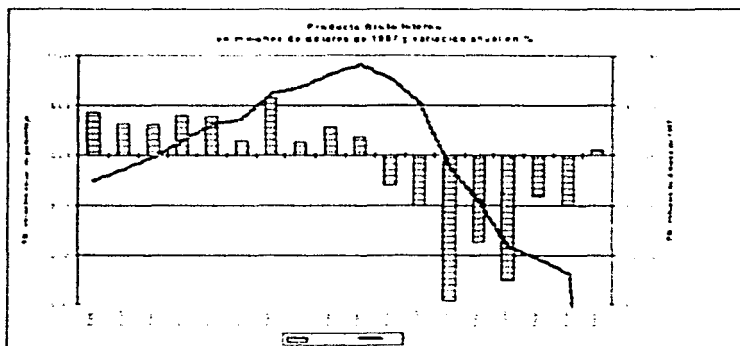
En efecto, ante la eventualidad de una crisis no cabe duda que el primer grupo de países se vería fatalmente afectado. Sin embargo, la suerte del segundo grupo dependerá crucialmente de la generalización o no de la debacle. En un primer escenario o "estado de la naturaleza" favorable en el que la situación no se generaliza los prestamistas deciden seguir financiando al segundo grupo de países. En un segundo escenario desfavorable, y aún suponiendo información completa (que los agentes saben distinguir entre una clase y otra de países), el contagio ocurre porque los agentes se ven "obligados" a desfinanciar también a las economías meramente vulnerables. De hecho, algo de ello es lo que ocurrió cuando la crisis se generalizó y se transmitió de Rusia a Brasil lo cual queda de facto en los dos siguientes apartados. Es perfectamente concebible que en un contexto internacional diferente, y si algunos agentes no se hubieran visto obligados a liquidar posiciones en otros mercados para hacer frente a las pérdidas de capital incurridas en el mercado ruso, Brasil no hubiera sufrido el fuerte ataque especulativo que experimentó desde fines de agosto de 1998.

3.9.1 La Crisis Rusa

En 1991 culminó la desintegración de la Unión Soviética. La Federación Rusa, surgida de sus escombros, proclamó su estrategia de reconvertir al país al capitalismo y, en junio de 1992, se incorporó al Fondo Monetario Internacional.

Desde 1991, el PIB ruso se redujo por lo menos a la mitad, y algunos cálculos estiman que a contracción podría ser de hasta el 83%. La dificultad de precisar los números de la economía rusa está relacionada con la "traquilidad" de sus sistemas de información y, fundamentalmente, con la gran cantidad de actividades productivas que se materializan por afuera del sistema monetario: según fuentes periodísticas se estima que el trueque alcanza el 75% de los intercambios de bienes, confirmando la existencia de una profunda ruptura entre la esfera financiera y económica. A modo de ejemplo, se puede mencionar que el Ministerio de Finanzas admitió que Gazprom, el gigantesco monopolio del gas natural, realiza el 80% de sus operaciones por medio del trueque. Por su parte, el producto bruto por habitante ha disminuido permanentemente desde el inicio del proceso de reformas, alcanzando actualmente - según el Banco Mundial - los 3.190 dólares (calculado en dólares a paridad de poder adquisitivo). De este modo, Rusia se ubica entre los países de ingresos medios bajos, ocupando el lugar 78 (entre 157 en el ranking de países elaborado por ese organismo).

GRAFICA 33

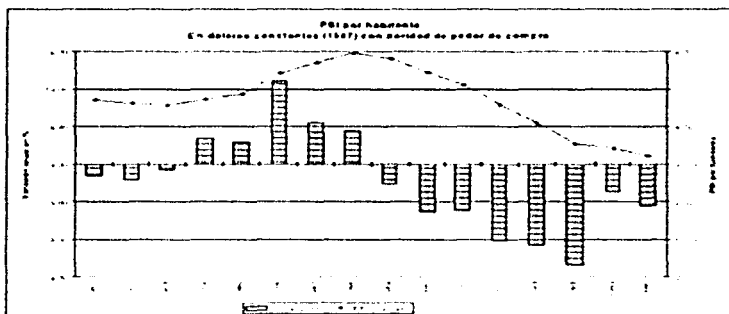


ES CON
FALLA DE ORIGEN

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

Según un índice elaborado por el Banco Mundial, se observa que desde el trienio 1989- 91 la producción de alimentos cayó 30%. El 75% de la población vive por debajo o apenas por encima del nivel de subsistencia y por lo menos 15 millones están por debajo del salario de subsistencia. En los primeros cinco años de reforma económica, la esperanza de vida de las mujeres cayó de 74 a 72 años y la de los hombres de 62 a 59, llevando a Rusia a la par de Kenya⁵.

GRAFICA 34



La inflación ha declinado, de casi 50% en 1996 a alrededor del 15% en 1997; el tipo de cambio se ha mantenido dentro de su banda predeterminada; el balance de pagos ha permanecido ampliamente favorable. Y el año pasado la economía rusa creció por primera vez desde la desintegración de la ex Unión Soviética, si bien apenas un modesto 0,5% del PIB. ¿Cómo se ha alcanzado este progreso? En primer lugar, una gran proporción de la actividad económica está siendo canalizada por los mercados privados, que ahora representan el 70% del PIB ruso. A pesar de todas sus imperfecciones, el dinámico sector privado se ha convertido en el principal agente de la transformación económica y el crecimiento⁶.

⁵ World Bank, World Statistics Digests, November

⁶ John Wiley, Consumer Spending Forecast, London 1998

3.9.1.1 El Derrumbe De La Economía Rusa

La desestructuración productiva que acompañó a esta primer etapa de reformas convirtió a Rusia en un país extremadamente vulnerable y dependiente de dos factores centrales: el endeudamiento externo - que financia su déficit presupuestario -, y los precios de las materias primas - que constituyen su principal fuente de ingresos de divisas -. Ambos factores se vieron profundamente afectados por la crisis iniciada en el sudeste asiático y, combinados, hicieron "quebrar" los precarios equilibrios que comenzaba a visualizar la economía rusa durante el último año. Al mismo tiempo, la decisión de no monetizar el déficit y la caída de la recaudación impositiva, motorizaron el endeudamiento creciente del gobierno, que debe financiar con emisión de deuda. A su turno, los intereses sobre la deuda pública han sido una causa de mayor deterioro de la posición fiscal. El detonante para la fuga de los capitales especulativos que alimentaron sus mercados de bonos de altísimo riesgo y elevados rendimientos fue la caída de los precios de las materias primas, en particular el petróleo, su principal producto de exportación.

Los mercados financieros de Rusia experimentaron gran volatilidad desde octubre de 1997 y las presiones sobre los mismos se incrementaron en mayo, con salidas de capitales que provocaron fuertes aumentos de las tasas de interés, profundizando los problemas presupuestarios. La víctima inmediata de la fuga de capitales fue el sistema de bancos comerciales rusos, nacidos a la luz del proceso de reformas. Este sistema no se desarrolló a partir del negocio bancario tradicional, sino aprovechando las oportunidades propias de la época de la transición, vinculadas a la compra-venta de divisas que experimentaban violentas fluctuaciones de las cotizaciones y a la especulación con títulos del gobierno que alcanzaron rendimientos de hasta el 200%. El periodo de estabilización del rublo a partir de 1995 redujo sus ganancias fáciles, en particular, por la caída en el rendimiento de los bonos del gobierno al 18%.

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

Pero la situación se complicó hacia fines de 1997, cuando los capitales de corto plazo comenzaron a retirarse de los mercados emergentes, disparando la caída de los títulos públicos rusos que constituían una importante porción de la cartera del sistema bancario ruso, con la consiguiente desvalorización de sus activos. Según información del Banco Central, el conjunto de los activos de los bancos rusos totalizan apenas 100.000 millones de dólares -menos que el noveno banco de los Estados Unidos-. Cerca de la tercera parte de este monto, corresponde al Sberbank, un banco público que concentra el 80% de los depósitos de los ahorristas. Además, los bancos habían comprometido sus carteras de títulos y de acciones de empresas privatizadas como garantía de préstamos tomados en el exterior. Mientras la caída de los valores de los títulos empujaba a los tenedores a desprenderse de los mismos, los bancos occidentales que los habían recibido como garantía reclamaban su reemplazo para mantener el valor de las mismas.

CUADRO 8
DEUDAS DE LOS BANCOS RUSOS CON OCCIDENTALES

| BANCO | MIL. MILLONES DLS |
|------------|-------------------|
| SBS | 1.020 |
| INDUMBANK | 855 |
| ONEXIMBANK | 603 |
| MENACEP | 593 |
| MENASSUT | 420 |

Fuente: Economist Intelligence Unit

Por otra parte, los bancos rusos vendieron dólares a futuro, por medio de los cuales los inversores extranjeros compraban una suerte de "seguro de cambio". La mayor parte de los contratos a futuro tenían vencimiento durante el último segmento del presente año -período cubierto por el congelamiento de los pagos-, pero la devaluación del rublo ha hecho que se vuelvan de cumplimiento prácticamente imposible.

La moratoria unilateral del gobierno de sus títulos en rublos, la mayor parte de los cuales estaba en cartera de los bancos rusos, significó para los bancos una pérdida estimada en el 40% de los activos bancarios totales. La posibilidad de una reestructuración de esta deuda -tanto la de corto como la de largo plazo- con la consiguiente desvalorización de los títulos, conduciría a la quiebra de la mayoría de los bancos. Este proceso daría a los acreedores extranjeros el control sobre importantes activos; en primer lugar, sobre los títulos de empresas rusas entregados como garantía de los préstamos. En 1995, el gobierno hipotecó algunos de sus activos más lucrativos por una fracción de su valor real a cambio de préstamos bancarios para manejar su déficit que se había profundizado con la guerra en Chechenia.

La imposibilidad del gobierno de devolver esos préstamos había dejado a numerosas empresas en manos de la banca. Nemtsov, integrante del gobierno Kiriyenko desplazado en la primer semana de la crisis, denunció que su caída y el retorno de Chernomyrdin fue impulsada por los banqueros, ya que

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

habían anticipado los planes del gabinete de llevar adelante un programa que terminaría conduciendo a la quiebra de los bancos y empresas en crisis. Las quiebras "conducían al desplazamiento de la actual elite. Naturalmente, ninguna elite quiere ser reemplazada y entonces ellos decidieron el reemplazo del gobierno"¹. Finalmente, es importante destacar que para hacer frente a los efectos negativos de la crisis sobre el sistema financiero ruso, los principales bancos iniciaron un proceso de fusiones, con el objetivo de enfrentar sus compromisos en forma conjunta y fortalecer su posición negociadora ante el gobierno.

El otro factor clave de la crisis fue la caída en los valores de las materias primas. Todos los índices que reflejan los precios de las commodities indican que se encuentran en el nivel más bajo de los últimos veinte años. Además de los factores "estructurales" que explican una parte importante de la baja de los precios de este tipo de productos, actuaron dos fuerzas que profundizaron dichas caídas: la disminución de la demanda en Asia y la situación de los países financieramente estrangulados, como Rusia, que comenzaron a vender todo lo que les fuera posible para conseguir divisas, incrementando la oferta de mercados ya debilitados. Por definición, las "commodities" son intercambiables, y un proveedor resulta tan bueno como otro. Pocos países están en una posición que les permita controlar el mercado y la mayor parte de las economías están obligadas a actuar como tomadoras de precios - limitándose a decidir cuánto producir-. Por lo tanto, la caída de los precios "empuja" un aumento de los volúmenes comercializados para compensar la pérdida de ingresos, y este movimiento simultáneo en los distintos países productores alimenta una espiral descendente.

En el primer semestre de 1998, el valor de las exportaciones rusas de petróleo fue 46% más bajo que en el mismo período del año anterior, estimándose la pérdida de ingresos solo por ese concepto en 3.000 millones de dólares en todo el año. Si bien los ingresos en rublos de las petroleras se incrementarían con el debilitamiento de la moneda rusa, y se reducirían sus gastos en términos de divisas, es improbable un aumento significativo de sus exportaciones dado los grandes volúmenes ya alcanzados en el período previo.

Rusia produce el 25% del níquel mundial, y la mayor parte de la producción se exporta. El precio del níquel, ya debilitado, podría bajar aún más, luego de haber caído un 32% en lo que va del año - en particular por la caída de la demanda en Asia, especialmente en Japón². Un 60% de la producción de níquel se destina a la producción de acero inoxidable, que también fue afectada por la crisis asiática.

Las exportaciones rusas de aluminio, por otra parte, representan el 15% del total mundial y actualmente se exportan 2,5 millones de toneladas por año. Desde principios de 1997 los precios del paladio y del platino sufrieron fuertes oscilaciones porque Rusia estuvo imposibilitada de realizar entregas durante largos períodos por problemas internos. En septiembre, el platino cayó 17% por debajo de su precio más alto en abril de 1998 y el paladio 33% con respecto a mayo de este año³. Rusia es el principal productor de paladio y el segundo productor de platino, después de Sudáfrica. Funcionarios del Banco Central ruso habían afirmado que el platino y el paladio podrían ser ofrecidos como garantía de

¹ Institutional Investor, Rusia Meltdown, Mayo 1998.

² Ibid.

³ Economist Intelligence World Survey 1998.

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

préstamos, y que no iban a ser volcados al mercado, porque conduciría al derrumbe de los precios - dado que se trata de mercados muy poco ofrecidos-.

También el precio del oro se encuentra en su nivel más bajo en 19 años, por la caída de las monedas de los principales países productores y de las importaciones japonesas; los analistas de este mercado consideran que puede seguir cayendo. En los mercados del oro se afirma que Rusia negoció una operación de pase equivalente a dos quintos de sus reservas de oro en el mes de agosto, pero el gobierno ha desmentido esas versiones. Viraje de la política económica La crisis política desatada por los anuncios del 17 de agosto se prolongó casi un mes, llegando a una situación que diversos analistas caracterizaban como un "vacío de poder" que -al profundizar la incertidumbre- alimentaba la crisis económica. Finalmente, la designación de Yevgeny Primakov parece haber instalado un escenario político más estable. Hasta el momento aún no se anunció un programa económico estructurado, pero tanto las designaciones conocidas, las declaraciones del primer ministro como las medidas adoptadas indican un giro de la política económica. Primakov anunció que se incrementará la regulación estatal para combatir al "capitalismo salvaje" y aunque rechazó un retorno a la planificación centralizada manifestó que "el estado debe intervenir y regular muchos procesos de la economía". Afirma que las reformas continuarán, pero corregidas para crear "una economía con orientación social". En un discurso pronunciado en Londres en el mes de junio, Primakov criticó las políticas adoptadas para transformar a Rusia en una economía de mercado, señalando que: "No hemos prestado la suficiente atención al crecimiento económico porque pusimos el foco en la estabilidad macroeconómica financiera", agregando que "mucha gente cree que la estabilización es el objetivo último antes que una condición para el crecimiento de la producción". Finalmente, se identificó con las políticas del New Deal de "medidas del estado, medidas impositivas que beneficien el desarrollo de la industria".¹¹

A cargo de los asuntos económicos, fue nombrado Yuri Maslyukov, ex jefe del organismo de la planificación en la era soviética.

A propuesta de la Duma y a pedido de los poderosos banqueros rusos, Viktor Gerashchenko fue designado presidente del Banco Central, organismo que ya había presidido hasta 1994, en una gestión caracterizada por una política monetaria laxa. También fue presidente del Gosbank, el banco central de la Unión Soviética¹². El gobierno decidió una política monetaria de "emisión controlada" y medidas de defensa de la banca nacional. Un destino de la emisión sería cancelar los atrasos en los pagos a proveedores, empleados y jubilados del estado. Por medio de esta inyección de liquidez la moneda retomaría su función de medio de cambio y de pago, estimulando una economía trabada por el trueque y los atrasos en los pagos.

Otro destino de la emisión es la realización de préstamos a los bancos a ser pagados con los bonos del tesoro denominados en rublos (hoy congelados). Los bonos serán tomados por el gobierno a la cotización vigente el 14 de agosto, antes del congelamiento de esos títulos, y de su virtual derrumbe - constituyéndose en una operación de rescate de los bancos nacionales-. De este modo, los bancos domésticos son objeto de un trato privilegiado - en relación a los demás tenedores de deuda pública en

¹¹ Parados tomados del servicio de noticias Reuters en internet

¹² Ibid

rublos-, medida que ya fue objetada por los bancos extranjeros, que reclaman un tratamiento igualitario para todos los tenedores de GKO's.

Las reservas rusas han caído a alrededor de 12.000 millones de dólares, de las cuales son activos líquidos alrededor de 7.000 millones y el resto oro (575 toneladas). Durante la crisis, la caída de la recaudación se acentuó y la mayoría de los analistas coinciden en que difícilmente el gobierno pueda afrontar los próximos pagos de la deuda pública. En palabras de Anatoly Chubais, uno de los jóvenes "reformadores", la deuda rusa "es difícil de evitar, pero imposible de afrontar. Yo ni siquiera la discutiría". Se estima que además de los 40.000 millones de deuda interna que entraron en la renegociación forzosa de agosto y las cifras cubiertas por el congelamiento de pagos por noventa días de las deudas privadas, Rusia cuenta con una deuda en moneda extranjera cercana a los 135.000 millones de dólares, no afectada por las medidas. En septiembre se informó que Rusia demoró pagos de intereses sobre deudas con el gobierno alemán; esta "demora" fue interpretada como una decisión de racionar los pagos a los acreedores extranjeros, en particular, privilegiando las deudas contraídas por la propia Federación Rusa -por sobre las heredadas de la ex Unión Soviética-. Esta noticia fortaleció la posibilidad de un cese general en los pagos de la deuda soberana, que en principio no estaba afectada por las medidas de agosto¹¹.

Hasta ahora Rusia ha seguido en general las instrucciones del FMI y de otras instituciones financieras internacionales. Ha habido algunos desacuerdos menores, pero básicamente el FMI ha aceptado y apoyado las políticas económicas del gobierno ruso, mientras que éste ha aceptado los principios básicos y el asesoramiento de aquél. Son esas decisiones las que llevaron al caos actual, que no sólo provocó el colapso total de la economía rusa, algo sin precedentes en épocas de paz, sino que también está acercando a la economía de todo el mundo a un estado de recesión.

El colapso del mercado de deudas, en la primera mitad de agosto, sobrevino aun cuando el FMI acababa de comenzar a efectuar los pagos a Rusia en uno de los mayores paquetes de "rescate" de la historia. Junto con la devaluación que siguió, la conmoción marcó la falla definitiva de las estrategias claves que el FMI y los principales gobiernos del mundo habían exigido a Moscú a lo largo de gran parte de los años 90.

Las políticas del FMI se basaron en la noción de que una moneda más fuerte automáticamente conduce a una economía más fuerte. La moneda debe fortalecerse a cualquier precio, incluso la disminución de la producción, el empobrecimiento de la población y hasta la desaparición de los servicios más básicos en los ámbitos de la atención de la salud, la educación y la seguridad social.

Los ideólogos del FMI tenían la convicción de que la emisión de papel moneda por el gobierno nacional era la única fuente de inflación, y al mismo tiempo no consideraban a los empréstitos gubernamentales como una fuente potencial de inflación. El gobierno ruso incluso registró el dinero prestado en 1997 como "impresos presupuestales". Los teóricos del FMI también insistieron que la

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

privatización conduciría automáticamente a un mejor manejo de las industrias y menor gasto gubernamental.

Los empréstitos gubernamentales se convirtieron en una especie de droga a la cual las élites gobernantes se hicieron adictas. Urgido por sus asesores extranjeros, el gobierno creó un mercado de bonos del Estado a corto plazo. Las ventas de esos bonos permitiría al gobierno bajar sus déficit y amortiguar los aumentos de precios. Los ministros del área económica apostaron a que una inflación más baja alentaría la inversión y promovería el crecimiento económico, y en la medida que el sistema tributario mejorara, resultaría en mayor ingresos para el Estado. Se esperaba que con eso el gobierno podría pagar la deuda adicional.

En 1994-97 el rublo estaba fortalecido con relación a las monedas occidentales. La inflación cayó en un 14 % en 1997. Los comentaristas escribieron profusamente sobre la "estabilización". Pero la recesión se acercaba. En mayo de este año, cuando los analistas de inversiones calibraron las verdaderas posibilidades del gobierno ruso, el mercado bursátil hizo crisis.

Los inversionistas extranjeros iniciaron una estampida para sacar el dinero del país. El gobierno se ubicó en una posición financiera muy difícil. "Cada semana pagábamos de 6.000 a 7.000 millones de rublos (poco más de 1.000 millones de dólares) en bonos del Estado a corto plazo, o 35.000 millones al mes", recordó el ex primer ministro Sergey Kiriyenko, después de su destitución. "Pero los recibos presupuestales de mayo fueron sólo de 20.000 a 21.000 millones". Los atrasos en el pago de los salarios se acumularon en la medida que los fondos estatales destinados a tal fin se desviaron para pagar los intereses de la deuda; como resultado, se multiplicaron las protestas de los trabajadores¹⁴.

Para pagar los bonos vencidos e impedir un derrumbe del rublo, las autoridades estatales comenzaron a realizar ventas masivas de divisas. Esto, no obstante, fue un recurso desesperado que no podía sostenerse más allá de algunos meses. Para recuperar la confianza y lograr reanudar la venta de bonos, el gobierno comenzó a buscar un préstamo enorme de organismos financieros internacional. Finalmente, a mediados de julio consiguó 22.600 millones de dólares, en su mayoría del FMI.

Para fines de julio el FMI hizo una primera entrega del dinero. En las semanas siguientes se entregaron 3.800 millones de dólares de esos fondos a los tenedores de bonos. Luego, la pirámide de la deuda se hizo trizas.

¹⁴ *Ibid*

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

En Rusia se desencadenó una crisis de las élites. Ni el colapso de la economía ni el empobrecimiento de la población ni la caída de la producción representaron problemas graves para este sector de los rusos. Ellos estaban preocupados por otras cosas y no les importaba porque habían logrado sus objetivos. Se habían apoderado de los recursos más ricos del país y se los habían repartido, y habían cumplido con las exigencias de las instituciones financieras occidentales. Pero al final resultó imposible continuar por ese camino. El sistema bancario rápidamente se tornó ingobernable, revelando la verdad de la conocida tesis marxista de que el estado de la producción determina el estado de las finanzas, y no al revés. Levados por su presentimiento, los inversionistas occidentales se precipitaron a sacar su dinero y abandonar el país.

Así, Rusia, como a principios de siglo, se ha convertido nuevamente en "el eslabón débil del capitalismo mundial".

3.9.2 Brasil: La Puerta De Entrada Hacia América Latina

A fines de octubre el gobierno brasileño anunció la implementación de un importante ajuste fiscal que, semanas más tarde, contó con el apoyo financiero explícito de la comunidad financiera internacional. Dicho ajuste estuvo orientado a poner fin al fuerte ataque especulativo que, por segunda vez en menos de un año, la economía brasileña tuvo que enfrentar como consecuencia del cuasi-default ruso. Aunque el anuncio de las medidas, y particularmente del paquete de asistencia financiera externa, logró una favorable reacción de los mercados, la situación de la economía brasileña es todavía delicada y su superación depende de que las autoridades sean capaces de reducir en forma rápida las tasas de interés domésticas a efectos de descomprimir la difícil situación financiera que enfrentan las cuentas del sector público.

Dicha situación se agravó de manera decisiva cuando, a efectos de frenar el drenaje de divisas, las autoridades se vieron obligadas a incrementar las tasas de interés y los inversores decidieron refinanciar la deuda pública doméstica demandando sólo instrumentos de plazos cada vez más cortos e indexados a la evolución del dólar o emitidos a tasa flotante. Esta excesiva concentración de vencimientos de títulos indexados de deuda en el muy corto plazo colocó rápidamente a las cuentas públicas en un sendero de evolución explosiva y tomó inevitable el fuerte ajuste fiscal finalmente decidido por las autoridades.

Sin embargo, aún antes del contagio de las dificultades financieras desde Rusia, la situación de las cuentas fiscales ya era bastante vulnerable y, de hecho, el elevado stock de obligaciones públicas domésticas a vencer en el corto plazo estuvo entre las consideraciones que condujeron a los inversores a asumir la situación macroeconómica de ambos países. En efecto, a pesar de los importantes logros alcanzados en los años que siguieron al lanzamiento del plan Real de estabilización macroeconómica la situación de las cuentas fiscales no terminó de equilibrarse y, más bien, tuvo un sesgo a empeorar de manera sistemática.

3.9.2.1. La Génesis Del Déficit Fiscal

Desde la implementación del Plan Real en julio de 1994, la economía brasileña había comenzado a transitar un sendero de crecimiento moderado y sostenido con baja inflación. La estabilidad macroeconómica y la puesta en marcha de un conjunto de importantes reformas estructurales -apertura de la economía, integración regional, liberalización del mercado de capitales, privatización de las empresas públicas- fueron factores determinantes de la recuperación de la inversión doméstica, la atracción de capitales extranjeros con fines productivos y el crecimiento significativo de la productividad.

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

Las condiciones financieras internacionales que acompañaron el resurgimiento económico brasileño desde 1994 no resultaron tan "favorables" como las que se presentaban hacia comienzos de la década. Ya en 1995, la economía brasileña -y América Latina en su conjunto- debió enfrentar los primeros coletazos financieros derivados de la crisis del "tequila". Si bien el ritmo de crecimiento de la actividad económica no fue seriamente afectado -el PIB creció a una más que razonable tasa del 4,2%-, la mayor aversión de los capitales internacionales hacia la región y la consecuente elevación de la tasa de interés real doméstica -que en promedio ascendía al 40% anual- generó un crecimiento importante de las necesidades financieras para hacer frente al pago de los intereses de la deuda³.

Así, mientras el resultado primario brasileño de 1995 arrojaba un superávit de medio punto porcentual del PIB, el déficit operativo -que incluye los intereses de la deuda- se ubicaba en el orden del 5%. Como corolario de este escenario, las autoridades brasileñas aplicaron medidas de ajuste fiscal y de aceleración de las reformas estructurales en curso. En el contexto de una crisis financiera limitada temporal y geográficamente y con las principales economías del mundo creciendo a tasas relativamente elevadas, dichas medidas lograron revertir el clima original de desconfianza y los capitales externos -donde las privatizaciones comenzaban a jugar un rol preponderante en la atracción de inversiones extranjeras- volvieron a ingresar a la economía local.

De este modo, las tasas de interés real fueron reduciéndose gradualmente -en 1996/97 el promedio de dichas tasas fue apenas inferior al 17%-, al tiempo que el déficit fiscal fue convergiendo hacia el 3/4% del PIB. Aunque los intereses de la deuda seguían representando una parte significativa de este desequilibrio, gracias a la reducción lograda en las tasas de interés, su participación tendió a estabilizarse.

Sin embargo, más allá de la relativa estabilización del componente de intereses en el desbalance de las cuentas fiscales agregadas, la dinámica del gasto público y de la recaudación fiscal en Brasil sufrió fuertes cambios a partir de 1995 como consecuencia de la desaparición de la inflación. En efecto, antes del Plan Real, el desequilibrio fiscal -ex ante era, en buena medida, transformado en equilibrio- expost por la alta inflación en un contexto de impuestos indexados y gastos nominales -sólo indexados parcialmente. Dicho de otro modo, y a diferencia de lo que predice buena parte de la teoría y la evidencia empírica en otros países como Argentina, el contexto inflacionario actuaba en favor de las cuentas públicas brasileñas a partir de un mejor ajuste a las alzas continuadas de precios -de los recursos que de los gastos del estado-.

La estabilidad de precios alcanzada a poco de la implementación del Plan Real despejó el "velo inflacionario" de las cuentas fiscales, dejando en evidencia los problemas estructurales existentes en las cuentas del sector público consolidado. Así, el superávit primario -que contabiliza sólo los gastos del sector público como personal e inversiones- de más de cinco puntos del PIB en 1994, se transformó en un déficit cercano al 1% en 1997.

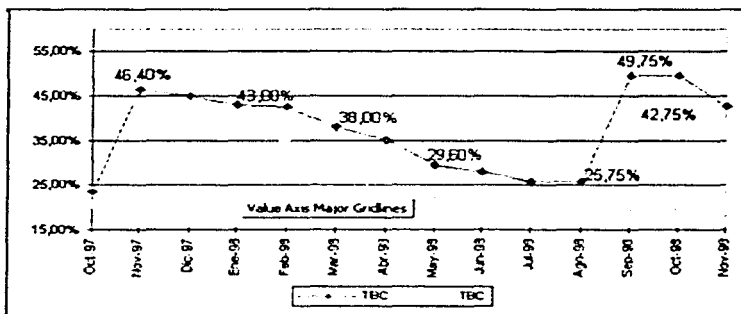
De este modo, el inicio de la crisis asiática y su derrame a escala global encontraron a la economía brasileña con una "precaria" situación de las cuentas públicas y un creciente desequilibrio de la cuenta

³ W. P. Scammis, *Foreign Report "Asia & Latin America"*, Georgetown, Marzo 1999.

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

corriente del balance de pagos —que, de la mano del mayor crecimiento, la apertura comercial y el ancla cambiaria, aumentó del 0,28% del PIB en 1994 a más del 4% en 1997—. Una vez más, y tal como había sucedido durante el "tequila", el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales obligaba al gobierno brasileño a elevar la tasa de interés a niveles cercanos al 50%, con el fin de detener el fuerte ataque especulativo contra su moneda que, en los momentos más críticos, llegó a traducirse en una pérdida diaria de reservas del orden de los 2.000 millones de dólares.²

GRAFICA 35
EVOLUCIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS



Fuente: Varberg Dillon Read

Como en 1995, la elevación de la tasa de interés detuvo el éxodo de reservas, pero generó efectos altamente disruptivos sobre la actividad productiva y colocó a la deuda —y por lo tanto, a la situación fiscal— en un sendero "explosivo", estimándose que para fines del presente año el stock de deuda pública doméstica alcanzará el 42% del PIB brasileño desde el 30% que representaba en 1997.

Si bien los mercados financieros no reaccionaron eufóricamente ante el anuncio del paquete de ajuste fiscal, sí lo hicieron el viernes 13 de noviembre, cuando se anunció el acuerdo alcanzado con la comunidad internacional por el paquete de asistencia financiera. La Bolsa de Valores de San Pablo creció un 15% en las cuatro sesiones siguientes, cerrando el mes de noviembre con un alza del 22,87% (índice Bovespa). De esta forma, se ha reducido significativamente la pérdida anual que venían acumulando las acciones brasileñas, que hoy asciende a algo más del 16%. Esto ha permitido reducir las tasas overnight y traer una mayor calma al mercado cambiario. Esta situación, sin embargo, fue interrumpida, al menos transitoriamente, a partir de la primera semana de diciembre cuando el paquete fiscal enfrentó las primeras trabas en su tránsito —hasta ese momento exitoso— por el Congreso.

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

El paquete de asistencia totaliza 41.500 millones de dólares de los cuales 18.000 han sido aportados por el FMI, 9.000 millones por otros organismos multilaterales y 13.500 corresponden a préstamos de naturaleza bilateral. De dicho total, Brasil puede disponer de alrededor de 37.000 millones antes de noviembre de 1999 y, en los próximos, se espera que reciba los primeros desembolsos por aproximadamente 9.400 millones.

CUADRO 9
PAQUETE DE AYUDA EXTERNA A BRASIL
TOTAL 41.5 USD MM

| PAQUETE MULTILATERAL | | PAQUETE BILATERAL | |
|----------------------|--------------|-------------------|----------------|
| FMI | 18 MM | E.U.A | 5.0 MM |
| STAND BY (30%) | 5.4 MM | UNION EUROPEA | 7.0 MM |
| S.R.F (70%) | 12.6 MM | ALEMANIA | 1.25 MM |
| BANCO MUNDIAL | 4.5 MM | FRANCIA | 1.25 MM |
| BID | 4.5 MM | ITALIA | 1.0 MM |
| TOTAL | 27 MM | INGLATERRA | 1.20 MM |
| | | SUECIA | 0.30 MM |
| | | OTROS | 2.5 MM |
| | | OTROS | 2.0 MM |
| | | JAPON | 1.2 MM |
| | | CANADAS | 0.5 MM |
| | | OTROS | 0.3 MM |
| | | TOTAL | 14.5 MM |

Las características adoptadas finalmente por el paquete de ayuda permiten realizar algunos comentarios. En primer lugar, en lo que respecta al monto total de la ayuda provista por la comunidad internacional -que iguala al stock de reservas internacionales en poder del banco central- cabe señalar que la misma fue mayor de lo que se esperaba inicialmente. Al mismo tiempo, la integración del paquete pone de manifiesto la existencia de un fuerte respaldo de los organismos internacionales y de los países industrializados al plan de reformas brasileño.

En segundo término, cabe señalar que Brasil no tuvo que ofrecer demasiado a cambio de la ayuda. De hecho, los compromisos que tuvo que asumir en el marco del programa no se alejan demasiado de sus propios objetivos de política económica. Es la opinión de varios analistas, entre ellos Rudiger Dornbusch, que Brasil ha captado la ansiedad del Fondo y de los Estados Unidos respecto de las consecuencias que tendría un nuevo default para la situación financiera internacional y no ha ofrecido demasiado a cambio de la ayuda. Así se destaca que, por ejemplo, Brasil no fue obligado a incorporar garantías sobre la mayor parte del préstamo: tan solo R\$ 5,5 MM están sujetos a alguna futura negociación de garantías.

Esto marca una profunda diferencia con el caso de México en 1995, cuando este tuvo que ofrecer sus reservas petroleras como "colateral".

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

Sin embargo, a pesar de estos aspectos ampliamente favorables que permitirían señalar que la economía brasileña se vio beneficiada por un bail-out muy generoso cabe destacar que otros factores apuntan, precisamente, en la dirección contraria. En este sentido, debe mencionarse que hay dos aspectos cruciales en los que la asistencia acordada difiere de la acordada a México en ocasión del efecto tequila. Por un lado, según algunos analistas, el monto de la ayuda está lejos de ser suficiente. Según G. Calvo, por ejemplo, el paquete debía haber sido por un monto cercano a los 200.000 millones de dólares -5 veces superior al acordado-, considerando que el monto de la deuda brasileña es del orden de los 300.000 millones de dólares y que una porción muy significativa de la misma vence en el muy corto plazo. Este economista argumenta que para alcanzar un resultado similar al mexicano, debía haberse colocado "sobre la mesa" todo el dinero necesario para satisfacer las necesidades de pago que, creciendo a tasas cercanas al 40%, se encontrarían mucho más cerca de los US\$200 mil millones que de los US\$41500 acordados.¹

Por otra parte, cabe destacar que, aunque Brasil puede disponer de la práctica totalidad de los fondos durante el año próximo, es cierto que algunos de los préstamos sólo estará disponible conforme la economía vaya realizando progresos en los importantes ajustes de las cuentas fiscales que tiene por delante. De hecho, esta suerte de condicionalidad estuvo presente cuando en la primera semana de diciembre el FMI advirtió que no desembolsaría los créditos a menos que el Congreso diera visto bueno a la parte de la reforma provisional que había objetado. En los últimos días, sin embargo, dicha advertencia parece haber quedado atrás y se espera que al 17 de diciembre hayan ingresado 9.400 millones de dólares de los préstamos acordados, lo que busca acotar la incertidumbre que ha vuelto a surgir en los mercados financieros.

Estos dos elementos del paquete de asistencia financiera —la condicionalidad de parte de los fondos y el monto del préstamo con relación a los vencimientos de corto plazo— parecen deberse a una actitud más precavida de parte de los organismos multilaterales de crédito. Dicha actitud pone de manifiesto el difícil dilema que enfrentan dichos organismos, particularmente el FMI: comprometer más aún su "devaluada" reputación luego del fracaso de sus acciones en Asia y Rusia o pronizar la necesidad de evitar un nuevo contagio sistémico. En este sentido, cabe destacar que una mala performance de Brasil determinaría no sólo la suerte de las economías emergentes de la región, sino también el rol del FMI en el futuro, por lo que dicho organismo apareció dispuesto a tomar la mayor cantidad de recaudos posibles.

Aún así, como se señaló antes, el monto de la ayuda brindada por la comunidad internacional ha sido muy importante y la apreciación de las autoridades es que, en conjunto con su voluntad de corregir radicalmente los desequilibrios de las cuentas públicas, posibiliten una gradual recuperación de la confianza y una reversión de la situación. De hecho, si se computan las reservas actualmente en poder del Banco Central más los ingresos acordados como parte del programa de asistencia financiera se verá que los mismos permitirían financiar sin mayores problemas las necesidades de financiamiento externo previstas para el año próximo.

¹ Bank Hofmann AG, Investment Perspectives, December 1999

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

La suma del déficit de cuenta corriente y de los fondos para amortizaciones de deuda ascienden a poco más de 52 mil millones de dólares durante el próximo año. De este total, se espera que aproximadamente 18 mil millones (un 34,6% de los requerimientos) sea financiado con ingresos de inversión extranjera directa, en tanto poco más de 22 mil millones tendría como origen la financiación de importaciones (un 42,4% del total). Por lo tanto, el gobierno deberá hacer frente en 1999 a través del financiamiento externo -nueva deuda o refinanciación de la vieja- a un monto total cercano a los 12 mil millones de dólares (23%). De este modo, las necesidades de financiamiento externo adicional que requiere la economía brasileña para 1999 -si se confirman las estimaciones realizadas- es equivalente a sólo el 30% del paquete de ayuda internacional previsto.

Desde inicios de marzo, a partir de la firma del nuevo acuerdo con el FMI, las expectativas de los agentes sobre la evolución futura de la economía brasileña han experimentado un significativo vuelco favorable. Ello condujo a una relativa estabilización de la situación en el país vecino y a una reconsideración de los pronósticos para 1999 por parte de un número importante de analistas. En contraste con la incertidumbre remanente después de la devaluación, en el último mes se produjo una apreciable reversión en el flujo de capitales, una marcada recuperación del valor de la moneda y las autoridades han estado en condiciones de comenzar a reducir las elevadas tasas de interés. Al mismo tiempo, hasta ahora, las duras políticas monetarias y fiscales implementadas como consecuencia del acuerdo con el FMI y el escenario recesivo que atraviesa la economía, permitieron contener las presiones inflacionarias.

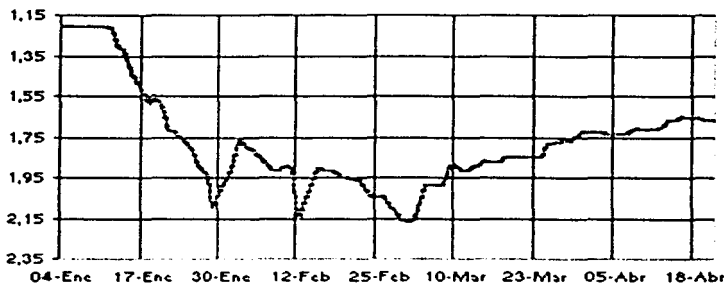
Un claro reflejo del cambio de ánimo en los agentes, puede verse a partir del desempeño de ciertas variables. Tanto la evolución del tipo de cambio como de los mercados financieros, la tasa de inflación y las reservas internacionales son un buen reflejo de las perspectivas de los agentes económicos sobre el futuro de la economía.

En cuanto al Real, cabe resaltar que ha estado atravesando un periodo de fuerte apreciación desde mediados de marzo. El tipo de cambio viene cayendo fuertemente desde el 29 de febrero, cuando había alcanzado la astronómica cifra de 2,20 reales por dólar. Durante el mes de abril, éste parece haberse estabilizado alrededor de 1,65 reales por dólar, no pudiendo asegurar que este sea el fin del proceso de apreciación. Esto último parecería reforzar la postura de aquellos que afirman que, tal cual había sucedido en los países asiáticos, el tipo de cambio experimentó un overshooting inmediatamente después de la modificación en la política cambiaria.

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

En Corea, la moneda había perdido el 46% de su valor frente al dólar durante el primer mes que siguió a la devaluación. Un año más tarde, el Won se había recuperado ubicándose en niveles que sólo implicaban una pérdida del 30%. Esta tendencia se mantiene hoy en día y la divisa coreana continúa apreciándose sistemáticamente frente a su par norteamericana. Sin embargo, todavía es demasiado pronto para decir, con absoluta certeza, que en Brasil el tipo de cambio había efectivamente sufrido un overshooting, puesto que detrás de la fuerte apreciación que está sufriendo el Real hoy en día, bien podría encontrarse la liberación del segundo tramo del paquete de ayuda, US\$ 9.000 millones, por parte del FMI. No es tan importante el engrosé de las reservas en sí mismo, como la autorización de utilizar dichos fondos para defender la cotización del real. La percepción de que el central defenderá la moneda, puede haber propiciado la entrada de capitales de corto plazo aprovechando importantes rendimientos y fortaleciendo a la divisa brasileña.

GRAFICA 36
Evolución del tipo de cambio
Reales por Dólar



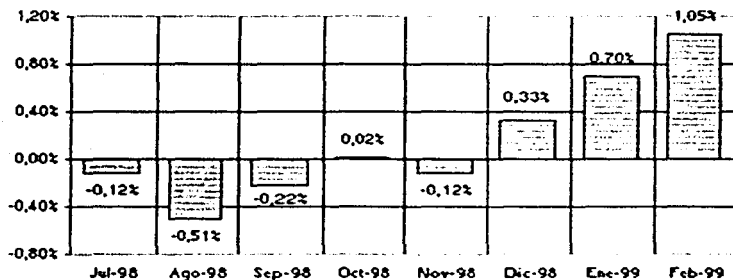
Otra variable que reviste particular interés, es la evolución del nivel general de precios. Apenas desatada la devaluación, la magnitud de la misma hacía pensar que su transmisión al índice de precios iba a ser importante. Sin embargo, el significativo exceso de oferta (producto de la fuerte recesión), junto con la abolición de las medidas de indexación desde la instauración del plan Real, están manteniendo bajo control a los precios. La tasa de variación de la inflación creció en forma importante durante los dos primeros meses del año, para luego estabilizarse a partir de marzo. Esto constituye una señal extremadamente favorable, puesto que estaría indicando que la corrección en el nivel general de precios tomará la forma de un cambio en el nivel del mismo y no una permanente aceleración que podría llevar a un nuevo régimen de alta volatilidad en los precios.

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

Los datos para la inflación acumulada durante el primer trimestre se ubican entre el 3% y 3,5%, reforzándose la postura de aquellos que sostienen que la inflación anual no superará el 20% durante 1999*.

De mantenerse la presente tendencia, es de esperar que las presiones inflacionarias no vuelvan a resurgir hasta que el nivel de actividad no muestre claros signos de recuperación. En ese caso, varios analistas estiman que se producirán nuevas correcciones en los niveles de precios, sin que aparezcan incrementos significativos en la tasa de variación de la inflación.

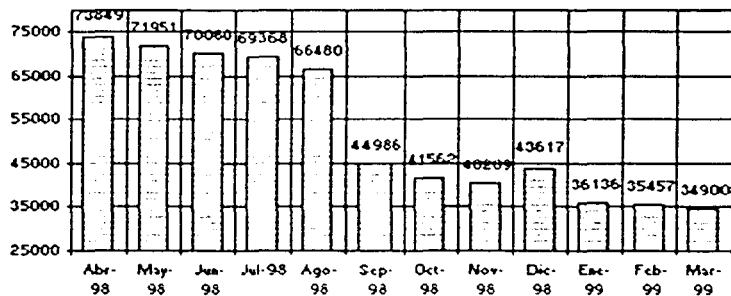
GRAFICA 37
Variación del nivel general de precios
Índice IPCA (IBGE)



Las reservas internacionales continúan constituyendo un buen indicador del grado de confianza que los mercados internacionales tienen en la economía Brasileña. Previo a la devaluación, con tipo de cambio fijo, era el indicador a seguir diariamente para observar la capacidad del gobierno de defender la cotización de la paridad. Hoy en día, a pesar de la modificación en la política cambiaria, continúa siendo una importante variable, puesto que representa la capacidad de hacer frente a los pagos de amortizaciones y servicios de deuda denominada o indexada al tipo de cambio.

El pasaje a la flotación cambiaria, las altas tasas de interés y el desembolso de la ayuda de la comunidad financiera internacional permitieron estabilizar las reservas en U\$S 40.000 millones. Si bien este monto no alcanza ni el 60% de lo existente previo a la crisis Rusa y aún se producen salidas netas de capital (en marzo fueron alrededor de U\$S 600 millones), puede apreciarse un lento cambio en la tendencia. A pesar que el ingreso de capitales por concepto de IED alcanzó la sorprendente cifra de U\$S5.700 millones durante los primeros tres meses del año, el resto de los fondos que entraron son de carácter especulativo y responden (en gran parte) a la reducción de impuestos para este tipo de capitales, decretada por el Banco Central.

GRAFICA 38
Evolución de las reservas internacionales
Millones de dólares



TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

Finalmente, podemos observar cómo fue la respuesta de los mercados financieros frente al desenvolvimiento de la coyuntura económica. La reacción ha sido netamente positiva desde el momento en que se modificó la política cambiaria, alcanzando un alza de más del 90% hasta la fecha.

Este crecimiento no fue constante, registrándose la mayor parte del mismo durante los meses de enero y marzo (donde el rendimiento en moneda extranjera alcanzó el 50%) mientras que durante casi todo febrero el mercado se estancó como consecuencia de la postergación de la firma del nuevo acuerdo con el FMI.

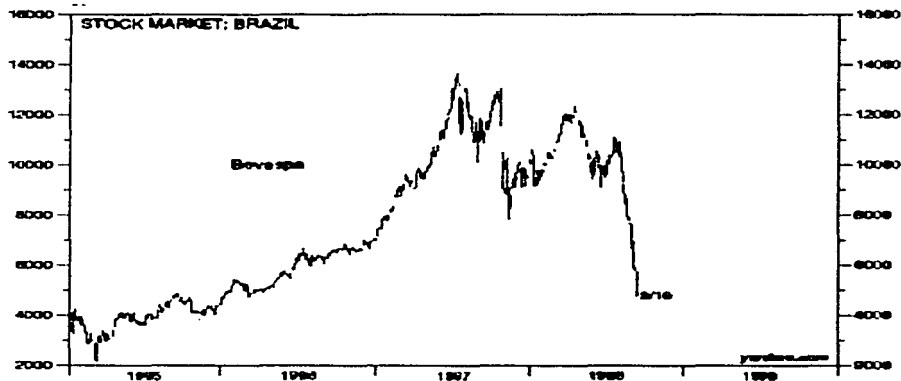
Es evidente que han recibido en forma favorable la flotación, aunque son conscientes que exige un grado de responsabilidad y transparencia importante por parte del gobierno. Esto hace sumamente importante a la persona que se encuentre al frente del Banco Central, habiendo sido Armindo Fraga, en

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

la opinión de varios analistas, una acertada elección que logró inspirar confianza en los operadores financieros locales y extranjeros.

Si bien los mercados han demostrado en reiteradas ocasiones su capacidad para cambiar de humor rápidamente, sacudiendo completamente a la economía, la mejora alcanzada hasta el momento es significativa y digna de ser remarcada.

GRAFICA 39
INDICE ACCIONARIO: BRASIL



Este boom de optimismo y confianza, se da en un momento en que la economía brasileña necesita de claras señales para definir hacia cuál de los múltiples equilibrios posibles se dirige. La fuerte apreciación y posterior estabilización del Real junto con la contención de la inflación y el retorno de los capitales extranjeros son claros símbolos de una muestra de mayor confianza por parte de la comunidad financiera internacional. Además, debemos remarcar que el reingreso a los mercados de capitales fue mucho más rápido que el de México, Corea u otros países afectados por crisis cambiarias. Esto último puede ser explicado a partir de la relativa solidez del sistema financiero, que ha salido "ilesa" de la devaluación, y la no caída en default por parte del gobierno ni del sector privado. Teniendo en cuenta como se encontraba la economía apenas un mes atrás, donde reinaba la incertidumbre, el tipo de cambio se había llegado a incrementar en más de un 80%, la tasa de inflación daba signos de comenzar a acelerarse y los mercados de crédito estaban cerrados, la situación es claramente más favorable y que la economía termine en un equilibrio macroeconómicamente estable ya no es un sueño.

Tanto la crisis que trajo aparejada la devaluación, como la aparente recuperación que estamos observando hoy en día, son producto de un mecanismo de expectativas que se plantean ex-ante y se terminan autovalidando ex-post, por el consecuente cambio de comportamiento de los agentes. Por

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

ejemplo, por más que Brasil tenía reservas suficientes como para defender el tipo de cambio, los agentes se formaron la expectativa de que la devaluación iba a suceder inexorablemente, actuaron consecuentemente y terminaron por provocarla. Hoy sucede algo parecido, los agentes han mejorado su percepción del futuro inmediato y operan en función de ello, encauzando a la economía hacia un sendero que permite ir ganando confianza y grados de libertad en la política económica, a medida que se avanza hacia un situación de mayor estabilidad. Por lo tanto, ahondar en la búsqueda de explicaciones sobre el origen de esta renovada ola de optimismo, significa profundizar el análisis de los factores que incidieron sobre el proceso de formación de expectativas de los agentes. Al respecto, es posible destacar los siguientes tres:

- ✓ Manejo de la política monetaria y fiscal.
- ✓ Acuerdos alcanzados con los organismos internacionales.
- ✓ Capacidad de liderazgo de los funcionarios públicos.

Otro factor que influyó notablemente en la formación de expectativas, fue la renegociación de los acuerdos pactados con el FMI. A finales de 1998, el acuerdo alcanzado con el FMI había sentado las bases para el programa de estabilización fiscal, diseñando los mecanismos para alcanzar el ahorro necesario que permita hacer de puente hasta que las reformas estructurales entren en pleno funcionamiento.

En su momento, los parámetros utilizados para establecer las pautas fueron considerados como demasiado optimistas por parte del mercado, poniendo en duda la capacidad de cumplir con las metas correspondientes y consecuentemente obtener los restantes tramos de la ayuda financiera. La negociación de las nuevas metas fue un proceso arduo y tedioso que se extendió por demasiado tiempo, transmitiendo sustancial incertidumbre a los mercados.

El cierre de las negociaciones precisó del arribo a tierras brasileñas del mismísimo Stanley Fisher, Vice director del FMI. A pesar de la demora, dentro del nuevo acuerdo se utilizaron parámetros más acordes con la percepción del mercado sobre el futuro de la economía. La proyección de crecimiento fue reducida en 2,5 puntos porcentuales pasando de -1% a -3,5%, el monto del ahorro primario y los tiempos destinados para la estabilización de deuda fueron elevados.

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

De esta forma, las metas se tomaron más realistas y la liberación del segundo tramo de ayuda financiera una realidad. Es así que el 5 de marzo, el FMI otorgó a Brasil U\$S 9.900 millones engrasando las reservas internacionales y generando un boom de optimismo en los mercados bursátiles. La justificación de esta "pseudoeuforia" se encontraría respaldada por la aparente estabilización del tipo cambio a niveles que no harían explícita la presencia de "demasiado" overshooting, cuando aún restan U\$S 18.000 millones para ser retirados durante el año y las reservas internacionales suman U\$S 40.000 millones.

CUADRO 10

| REDEFINICION DE LAS METAS CON EL FMI | | | |
|--------------------------------------|----------------------------|------|------|
| | RESULTADOS PRIMARIOS % PIB | | |
| | 1999 | 2000 | 2001 |
| METAS NOVIEMBRE 1998 | 2.6 | 2.8 | 3 |
| METAS FEBRERO 1999 | 3.1 | 3.25 | 3.35 |
| ESFUERZO ADICIONAL | 0.5 | 0.45 | 0.35 |
| | DEUDA / PIB | | |
| | 1999 | 2000 | 2001 |
| PREVIO A LA DEVALUACION | 46.8 | 47.4 | 46.5 |
| DESPUES DE LA DEVALUACION | 49.3 | 47.4 | 44.3 |

Fuente: Ministerio Economía, Brasil 1998

Obviamente, el gobierno espera ubicarse sobre un sendero que le permita tener una evolución suave hacia una situación de mayor estabilidad macroeconómica. De ser así, la economía deberá consolidar la estabilización del tipo de cambio a partir de la continuación de la restricción monetaria, un incremento en la transparencia de las operaciones del banco central y los aportes realizados por el FMI. Es de esperar que la estabilidad cambiaria permita despejar a las exportaciones y recuperar confianza en el plano financiero internacional, propiciando una mayor disponibilidad de los bancos e inversores extranjeros a retomar a la economía brasileña. Esto ya se está verificando en las últimas colocaciones del tesoro brasileño.

El 6 de abril de 1999 consiguió U\$S1.000 millones a 60 días, con una tasa pre fijada del 33,5%, 500 puntos básicos menos y el doble de plazo que la última colocación. A partir de aquí, las tasas de interés y el tipo de cambio deberán deshacerse sostenidamente en una espiral decreciente, de forma de sentar las bases para estabilizar la relación deuda/PIB en un plazo de tres años¹.

De verificarse lo anterior, el gobierno espera llegar a finales de 1999 con un inflación anual que rondara el 16%, con la expectativa de que en el primer trimestre del 2000 la inflación anualizada sea de un solo dígito. La tasa de interés debería reducirse hasta alcanzar un promedio anual de 28,8%, lo cual

¹ Intesel Financeiro Report: Dólar, Janeiro - Maio 1999

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

implicaría una tasa real promedio de casi 12,8% para 1999. Esto contribuiría a reducir significativamente la presión de los servicios de la deuda sobre el déficit nominal, tendencia que debería mantenerse a lo largo de todo el 2000. El tipo de cambio deberá oscilar entre 1,70 y 1,80 reales por dólar, aunque la autoridad monetaria mantiene su intención de no intervenir para mantener dicha cotización. Incluso, se ha deslizado que el gobierno espera una apreciación mayor del Real a lo largo del año, tal vez buscando aquel mítico valor de 1,50 reales por dólar.

El pronóstico para la caída del producto se ubicaría entre 3,5% y 4% durante 1999, aunque debería observarse un importante rebote del nivel de actividad durante el segundo semestre. Si bien las proyecciones de caída en la tasa de crecimiento son elevadas, algunos funcionarios ya se animan a pronosticar una caída un tanto menor, alrededor del 2%.

Esta evolución de las variables deberá aliviar significativamente el desequilibrio fiscal, dando lugar y tiempo al establecimiento de las reformas estructurales. Por el lado del desequilibrio externo, la estabilización del tipo de cambio deberá generar un cambio drástico en la balanza comercial llevándola a un superávit de US\$ 10.810 millones, casi un 2% del PIB.

Se espera que las exportaciones crezcan un 15% mientras que las importaciones caerán por encima del 20%. Esto aliviará la posición de la cuenta corriente acumulando un déficit de alrededor de 3% del producto, una reducción de 1,53 puntos porcentuales con respecto al valor de la misma durante 1998. Esto deberá comenzar a cerrar la brecha externa, reforzando la solvencia y consecuentemente la confianza en el país.

3.9.3 México: Nuevo Golpe Financiero

En primer lugar, analizaremos el efecto comercial directo de la crisis asiática el cual no fue importante ya que en 1997 las exportaciones a dicho destino alcanzaron sólo el 2.2% de las ventas externas totales de México. Los impactos comerciales se explican fundamentalmente por las repercusiones "depresivas" que ha tenido la crisis asiática sobre el comercio y la economía mundial.

La crisis en Asia impactó en forma directa sobre el mercado de buena parte de las commodities. En el caso particular de México, la caída en la demanda de petróleo, que impulsó un descenso aún mayor en el precio de este producto, es el primer efecto negativo que la crisis asiática produjo sobre dicha economía. El petróleo es el segundo producto en el ranking de exportaciones mexicanas, alcanzando en 1997 el 10% del total de las ventas al exterior.

En 1998 las exportaciones petroleras se redujeron en casi 4,200 millones de dólares en relación al año anterior, caída que se explica casi totalmente por el efecto precio. Dado que, por el contrario, el nivel de precios de las importaciones mexicanas se redujo sólo levemente, el efecto de la crisis internacional sobre los términos de intercambio de la economía mexicana actúa fundamentalmente a través del precio del petróleo, cuya caída explica un deterioro en la balanza comercial de México superior a 1% del PIB.

El impacto del descenso en el precio del petróleo no se verifica únicamente en el frente comercial, sino que también se extiende a las finanzas públicas, debido a la gran dependencia que tiene el fisco mexicano sobre los ingresos petroleros.

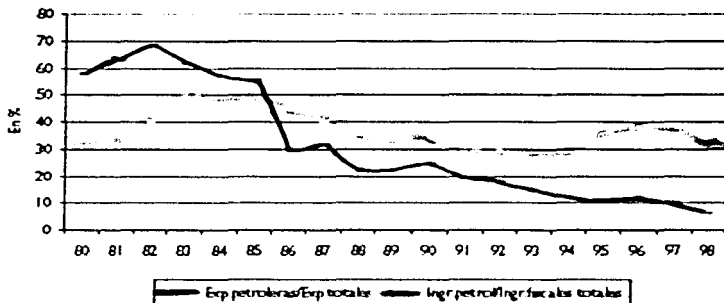
Como se puede ver en el siguiente gráfico, a pesar de la diversificación de exportaciones que México logró en las últimas dos décadas, con una notable reducción de la participación de las exportaciones petroleras en el total de ventas al mundo, no se observa un paralelo en materia tributaria ya que los ingresos fiscales continúan dependiendo del petróleo casi tanto como en la década del ochenta. A ello hay que adicionar que la proyección inicial del gobierno federal en la elaboración del presupuesto para 1998 estimaba un precio para la mezcla mexicana de 15.5 dólares por barril, cuando en realidad alcanzó, en promedio, apenas 10.16 dólares por barril.

Las expectativas de menores ingresos petroleros que los previstos llevó a que la Secretaría de Hacienda y Crédito Público anunciara en enero, marzo y julio del año pasado sucesivas reducciones del presupuesto del sector público. Los ajustes fueron exitosos en el sentido de cumplir con la meta de déficit fiscal que se había planteado el gobierno para el año 1998, que alcanzaba a 1.25% del PIB. Si las autoridades económicas no hubieran tomado medidas compensatorias frente a la reducción de los ingresos petroleros, el déficit habría crecido a 2.2% del PIB.

TECIS CON
FALLA DE ORIGEN

GRAFICA 40

Participación del petróleo en las exportaciones y los ingresos fiscales



Sin embargo, hay que considerar también el efecto negativo que los recortes presupuestarios, por un monto total de 3,760 millones de dólares y concentrados en los gastos de capital (fundamentalmente en proyectos de inversión de los sectores de comunicaciones y transportes y energéticos), produjeron sobre el nivel de actividad de la economía.

El segundo impacto comercial, hay que buscarlo por el lado de la competencia que representan las manufacturas provenientes de los países asiáticos en el mercado externo más importante de México, es decir, los Estados Unidos¹. La magnitud en que las devaluaciones en los países asiáticos pueden afectar la competitividad de las exportaciones mexicanas depende fundamentalmente de la importancia de las ventas asiáticas a los Estados Unidos, del grado de similitud entre los bienes que los países asiáticos y México exportan a dicho destino y de la variación relativa en los tipos de cambio reales, es decir, del grado en que la economía mexicana pierde competitividad frente a estos países. Por tanto, a continuación se analizan estos tres aspectos.

Los siete países asiáticos que devaluaron su moneda en relación al dólar² exportaron a los Estados Unidos mercancías por un total de 126,000 millones de dólares en 1997, monto equivalente al 14% del total importado por la economía norteamericana en aquel año.

Por otro lado, puede verse cómo se mueve el tipo de cambio real de los países asiáticos que devaluaron en 1997 (aparecen sólo los de mayor importancia según el monto exportado a los Estados

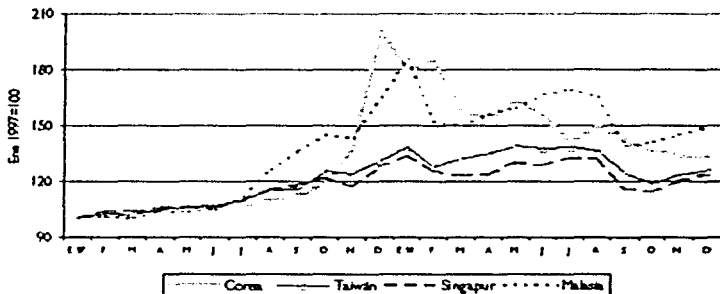
¹ Destino que en 1997 representó 85% del total exportado.

² Corea, Taiwan, Singapur, Malasia, Tailandia, Filipinas e Indonesia.

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

Unidos) en relación al tipo de cambio real de México. Como puede observarse, de acuerdo a este indicador, el aumento de la competitividad a favor de las economías asiáticas es significativo.

GRAFICA 41
Competitividad Países Asiáticos vis a vis México



Nota: La competitividad se define como el tipo de cambio real de cada uno de los países respecto al índice de precios.

Para tener una idea del potencial de sustitución que existe entre las ventas de México y de los países asiáticos a los Estados Unidos, se procedió a desagregar las exportaciones de ambos para poder observar en que rubros compiten. A través de los datos del U.S. Census Bureau, a un dígito de la CIU¹, se pudo determinar que al año 1997 la composición de las importaciones de los Estados Unidos desde México y los siete países asiáticos era bastante similar. La competencia está centrada básicamente en dos rubros: Maquinaria y equipo de transporte y Otras manufacturas. Como se puede observar en el cuadro, estos dos rubros representan en conjunto nada menos que el 70% de las ventas totales realizadas por México a los Estados Unidos.

CUADRO 11
Importaciones de Estados Unidos por Región - 1997

| | G7 - Asia* | | México | |
|--|--------------|-------|--------------|-------|
| | Mil millones | % | Mil millones | % |
| Alimentos y bebidas | 371.8 | 2.9 | 391.7 | 4.6 |
| Bebidas y tabaco | 120 | 0.1 | 704 | 0.8 |
| Productos no comestibles excepto combustibles | 1719 | 1.4 | 978 | 1.1 |
| Líquidos y sus productos | 970 | 0.8 | 840.7 | 9.8 |
| Aceites vegetales y animales y cereales | 564 | 0.4 | 29 | 0.0 |
| Manufacturas | | | | |
| Productos químicos | 2209 | 1.8 | 1551 | 1.8 |
| Manufacturas clasificadas por material** | 9580 | 7.6 | 6642 | 7.7 |
| Maquinaria y equipo de transporte | 81606 | 64.0 | 47312 | 55.1 |
| Otras manufacturas | 23159 | 18.4 | 12953 | 15.1 |
| Otros productos y transacciones no especificadas | 2328 | 1.9 | 3327 | 3.9 |
| Total | 126021 | 100.0 | 81820 | 100.0 |

* China, Taiwán, Singapur, Malasia, Tailandia, Filipinas y Corea del Sur.

** Incluye los productos químicos, el caucho y los productos de plástico y aluminio.

PALCA S CON
LE ORIGIN

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

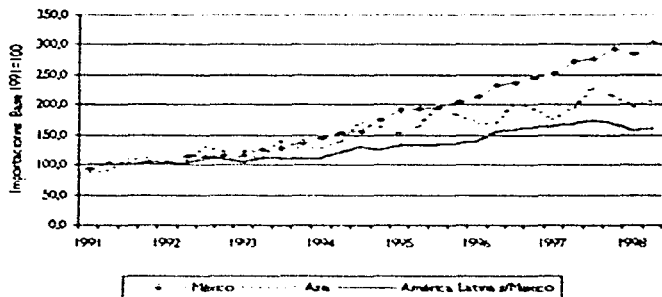
De esta manera, tanto por el grado de similitud como por la pérdida de competitividad relativa en el mercado norteamericano frente a las economías asiáticas que devaluaron desde mediados de 1997, era de esperar que las exportaciones mexicanas hacia su principal socio comercial sufrieran una mayor competencia desde aquellos países y, por ende, serias dificultades para sostener el ritmo de crecimiento de una parte importante de sus exportaciones hacia su principal socio comercial.

Así, la evolución de las importaciones de los Estados Unidos desde México muestra que, a partir del segundo semestre de 1998, se produce una marcada desaceleración en la tasa de crecimiento de los dos rubros más representativos, aunque en el caso de Maquinaria y Equipo de transporte se observa una recuperación hacia finales de dicho año, mientras que en el caso de Otras manufacturas el ritmo de expansión continúa cayendo.

Para determinar la importancia de los canales comerciales en la performance económica de México el economista Guillermo Calvo analiza en primer lugar la relación que existe entre la evolución macroeconómica de sus socios comerciales y la demanda de exportaciones locales. En segundo lugar, se establece cuál es la contribución del sector externo al crecimiento de la actividad. Por último, se describen las diferencias con el resto de Latinoamérica. En el caso de México, como se mencionó anteriormente, existe un socio comercial predominante, los Estados Unidos, país que en los dos últimos años creció a una tasa muy superior a la del resto de los países desarrollados. Como se puede apreciar en el gráfico, las importaciones de los Estados Unidos provenientes de México crecen, a lo largo de la presente década, a un ritmo superior al que lo hacen tanto las importaciones desde Asia como las del resto de América Latina.

GRAFICA 42

Importaciones de Estados Unidos por región



A pesar de que la economía norteamericana mantuvo su dinamismo, la tasa de crecimiento de sus importaciones se desaceleró en 1998, fenómeno que afectó por igual las compras provenientes de México como del resto del mundo. Sin embargo, cabe destacar que la tasa de crecimiento de las importaciones provenientes de México mantuvieron un ritmo de expansión mayor, lo que implica que las mismas continúan ganando participación en el total de compras norteamericanas en el medio de la crisis.

A lo largo de los noventa se observa una relación que resulta de mucha utilidad para medir la importancia de la economía norteamericana en la tasa de crecimiento de México: entre 1991 y 1998 por cada punto porcentual que crece el PIB de los Estados Unidos las exportaciones mexicanas se incrementan 3.7%, cifra que mantiene una notable estabilidad a lo largo de este periodo.

CUADRO 12

| EVOLUCION DE LAS IMPORTACIONES DE LOS ESTADOS UNIDOS | | | | | |
|---|--------------|---------------|----------------|-------------|--------------------|
| Cambio porcentual en relación al año anterior | | | | | |
| | TOTAL | MEXICO | LATAM** | ASIA | RESTO MUNDO |
| 1997 | 9.1 | 17.6 | 8.7 | 8.7 | 8.3 |
| 1998 | 5 | 10.3 | -6.4 | 3.7 | 6 |

**** Excepto Mexico**

Fuente: Elaboración Propia en base a datos del Bureau of Economics Analyses

La significancia de la evolución comercial recién se puede apreciar en su real magnitud cuando se analiza el peso que tienen las exportaciones en el nivel de actividad agregado de la economía mexicana. Si se tiene en cuenta que las exportaciones de bienes a los Estados Unidos representan el 25% del PIB mexicano, cada punto porcentual de incremento del PIB norteamericano agrega 0.9 puntos porcentuales al crecimiento del PIB mexicano⁴.

A continuación en el siguiente cuadro mostrare algunos indicadores para México, Argentina, Brasil y Chile en materia de concentración del comercio, composición de los bienes exportados y grado de apertura de la economía. Los datos parecen explicar bastante bien la diferente performance exportadora de estas economías en 1998 (último renglón del cuadro):

⁴ Para medir la contribución neta del sector externo hay que deducir el valor que representa la importación de bienes sobre el PIB, en especial bienes intermedios porque buena parte de las exportaciones mexicanas a los Estados Unidos son manufacturas, que tienen una alta proporción de componente importado, por lo cual su contribución al PIB no es directa.

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

México resulta la economía más abierta y al mismo tiempo la que mejor posicionada estuvo en cuanto a composición de exportaciones (reducida participación de bienes cuyos precios se precipitaron desde fines de 1997, como es el caso de las commodities) y destino de las mismas (Estados Unidos, cuyo ritmo de crecimiento se mantiene elevado, como socio comercial principal). En cambio, Chile, que tiene un grado de apertura similar (y, por tanto, el comercio tiene una contribución importante a nivel agregado en la economía), cuenta con una participación preponderante de exportaciones de cobre, cuyo precio se desplomó a lo largo de 1998. Al mismo tiempo, la economía chilena es un buen ejemplo de como los canales de transmisión van desde un deterioro comercial (y por tanto de la cuenta corriente) significativo a un ajuste de la política económica que termina afectando el crecimiento⁷.

CUADRO 13

INDICADORES DEL SECTOR EXTERNO- 1997

| | ARGENTINA | BRASIL | CHILE | MÉXICO |
|---|--|--|---|---|
| EXPORTACIONES/PIB | 8% | 6.70% | 25.60% | 27.50% |
| IMPORTACIONES/PIB | 9.40% | 7.80% | 23.60% | 27.30% |
| PARTICIPACION EN EL TOTAL EXPORTADOR POR TIPO DE PRODUCTO | MANUFACTURAS (68%) PRODUCT PRIM (22%) COM-BY ENERGIA (12%) | MANUFACTURAS (53%) SEMINUF (16%) BASICOS (29%) | MINERAS (50%) MANUFACTURAS (41%) AGOP.SILV Y PESCA (9%) | MANUFACTURAS (77%) PETROLEO Y GAS (16%) AGOP. SILV Y PESCA (7%) |
| PARTICIPACION DE LOS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES EN EL TOTAL EXPORTADO | MERCOSUR (3.6%) EUROPA (18%) ASIA (19%) EU (8%) CHILE (7%) | UE (27%) EU (18%) MERCOSUR (17%) ASIA (19%) RESTO ALACI (9%) | ASIA (35%) EUROPA (28%) LATAM (21%) EU (16%) | EU (65%) EUROPA (4%) SUDAMERICA (3.5%) ASIA (2%) |
| CREC EXPORTACIONES | -1.20% | -3.60% | -24.0% | 6.40% |

Fuente: INDEC (Argentina), SEEC (Brasil) Buro Central Chile (Chile) y Buro de Estadística (México)

En definitiva, la combinación de grado de apertura, evolución macroeconómica de su principal socio comercial y diversificación de exportaciones resultó muy favorable para México en los últimos dos años, sobre todo cuando se la compara con países como Argentina, Brasil y Chile. Si bien la competencia proveniente de los países asiáticos resulta una peligro potencial para las exportaciones manufactureras de México hacia su principal mercado, los datos de importaciones de los Estados Unidos no parecen indicar (al menos hasta enero de 1999) que dicha amenaza se haya materializado.

De acuerdo a lo que hemos visto, México ha sido uno de los países latinoamericanos menos afectados desde el punto de vista comercial por la crisis internacional. La pregunta que surge inmediatamente es

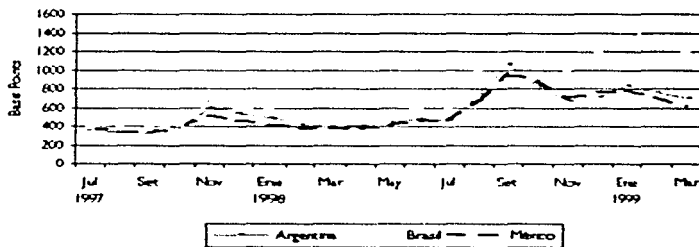
J. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

si vale decir lo mismo respecto de los efectos puramente financieros. Con el objeto de analizar los impactos sobre las mercados financieros que ha tenido la crisis, comparamos la evolución de una serie de variables en México con las de Argentina, Brasil y Chile. Luego, se analiza la transmisión de los impactos financieros a la economía real.

Como podemos observar en los siguientes tres gráficos, México no logra diferenciarse demasiado de la Argentina en lo que respecta al comportamiento de las variables financieras durante la crisis, en especial cuando se observa la evolución del spread entre una canasta de bonos de cada país y los bonos del Tesoro de los Estados Unidos. La comparación con Chile indica que la economía mexicana estuvo mejor posicionada: la bolsa cayó menos y la pérdida de reservas fue menor, mostrando ambos países un grado de volatilidad en el tipo de cambio muy similar en 1997 y 1998. Por último, Brasil se distingue negativamente de los otros países.

GRAFICA 43

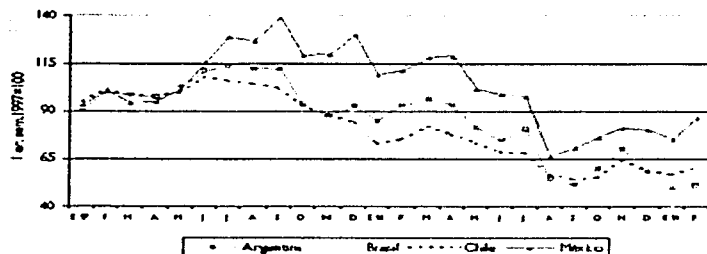
Spread canasta de bonos de países latinoamericanos en relación a bonos del Tesoro de EE.UU.



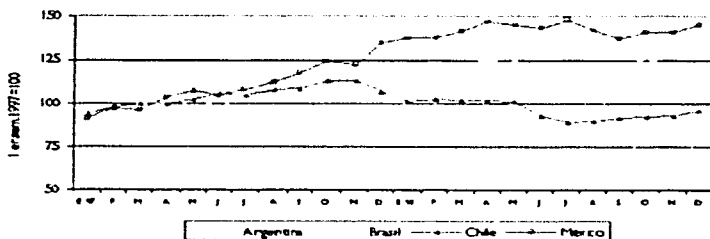
INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA
FALTA DE ORIGEN

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

Índice bursátil en dólares de países latinoamericanos



Índice de reservas internacionales de países latinoamericanos



El Banco Interamericano de Desarrollo⁶, compara la experiencia de algunos países latinoamericanos que han adoptado diferentes regímenes cambiarios desafiando el argumento tradicional según el cual tipos de cambio flexibles están asociados a una mayor independencia de la política monetaria y, por tanto, a la posibilidad de usar conjuntamente la tasa de interés y el tipo de cambio para evitar que los shocks externos se trasladen en forma directa a la economía doméstica. De acuerdo a esta visión teórica, países como México tienen la posibilidad de ejercer una política contráctica derando que el tipo de cambio se deprecie para ganar competitividad y, al mismo tiempo, poner en práctica y beneficiarse de una política monetaria expansiva. En cambio, países como Argentina, con tipo de cambio fijo, absorben en forma directa los impactos de un shock negativo externo, sin la posibilidad de ceder mano a la política monetaria para compensar los efectos sobre el nivel de actividad.

⁶ Financial Turmoil and the Choice of Exchange Rate Regime, March 1982.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

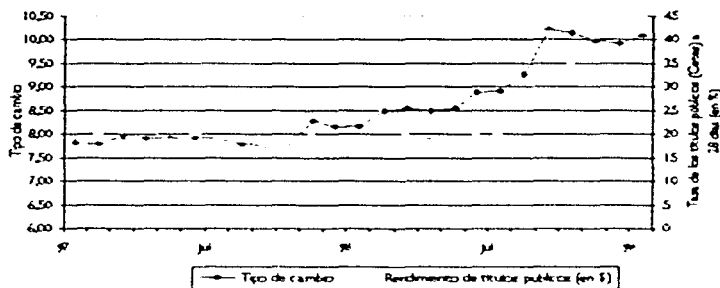
3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

La evidencia empírica que recopila el trabajo del BID muestra que, desde que se originara la crisis asiática a mediados de 1997, los países latinoamericanos con tipo de cambio flexible fueron los que más usaron las tasas de interés para defender el nivel de sus tipos de cambio. Entonces, al contrario de lo que señala la teoría, estos regímenes están asociados a tasas de interés reales más elevadas en comparación con las que se observa en los países con tipo de cambio fijo; al menos esto es lo que parece indicar la experiencia reciente de Latinoamérica.

A partir de estos resultados se puede analizar la experiencia de México en la crisis actual, teniendo en cuenta que éste país adoptó y mantuvo un régimen cambiario flexible luego de la devaluación de fines de 1994. El primer efecto que se observa en el gráfico es que, efectivamente, el gobierno mexicano respondió a la suba en el tipo de cambio del segundo semestre de 1998 con un aumento en el rendimiento de los títulos públicos, con el propósito de impedir una suba excesiva en el precio del dólar. De todos modos, la volatilidad del tipo de cambio fue suficiente como para impedir que se alcanzara el objetivo inflacionario de ese año.

GRAFICA 45

Volatilidad del tipo de cambio y tasa de interés



Por otra parte, la evidencia empírica muestra también (como se ve en un gráfico anterior) que la mayor inestabilidad en los mercados financieros internacionales se traduce en un notable aumento de los rendimientos en los bonos de los países latinoamericanos, creciendo el spread respecto de los rendimientos de los títulos del Tesoro norteamericano. Al mismo tiempo, las mayores tasas en los títulos de deuda latinoamericana se traducen en mayores tasas en el mercado interno. De acuerdo al BID entre setiembre de 1997 y febrero de 1999, un aumento de 1 punto en la tasa de interés de los bonos soberanos de la Argentina aumenta la tasa de interés local en 1.45 puntos, mientras que en

¹ La variación de precios al consumidor arrojó una variación de 18.6% frente a una meta gubernamental de 12% para todo el año. Cabe aclarar que la inestabilidad del tipo de cambio no es la única responsable de esta diferencia, ya que antes de que el valor del dólar comenzara a aumentar, la inflación (últimos doce meses) era de 15%.

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

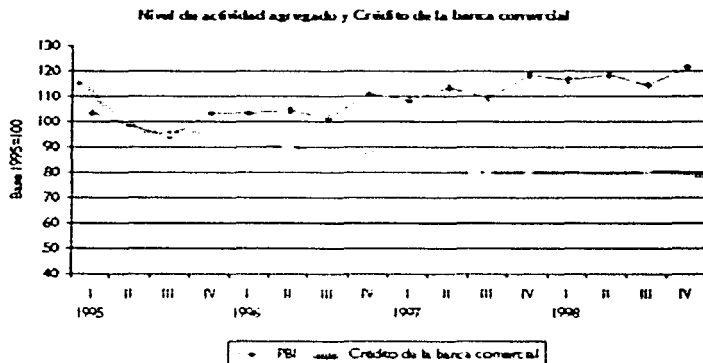
México el incremento es de 5.93. Por lo tanto, el segundo efecto está relacionado con este resultado, que es de mucha utilidad para el propósito del presente trabajo: bajo tipo de cambio flexible las tasas de interés domésticas son más sensibles a los cambios en las tasas de interés externas.

En definitiva, puede decirse que México es un ejemplo de que la experiencia latinoamericana está lejos de la evidencia europea de comienzos de los noventa cuando la liberación del tipo de cambio en el Reino Unido, Italia y España permitió a estos países una reducción permanente de las tasas de interés sin afectar el nivel de precios.

Aunque la evidencia que acabamos de mencionar indique a México como un país donde la tasa de interés es muy sensible a las condiciones de los mercados internacionales, al menos en el período de referencia, falta analizar el impacto del aumento en las tasas sobre el nivel de actividad de la economía. A pesar de que dichos efectos son difíciles de medir, especialmente porque no existe información sobre el nivel de las tasas de interés activas locales, a través de algunos indicadores se puede relativizar la importancia que tiene este factor.

En los últimos años el crédito de la banca comercial no parece jugar un rol determinante en la evolución del nivel de actividad de la economía mexicana, tal como se observa en el gráfico: la economía sigue creciendo a pesar de que el crédito, medido en términos reales, no logra recuperarse. Por otra parte, la evolución de las operaciones en el mercado bursátil no parecen indicar que el mercado de capitales haya reemplazado al crédito bancario como fuente de financiamiento en el mercado local³.

GRAFICA 46



³ En los últimos tres años el aumento en las operaciones de la bolsa de valores mexicana representa poco más de un tercio de la caída en el crédito de la banca comercial.

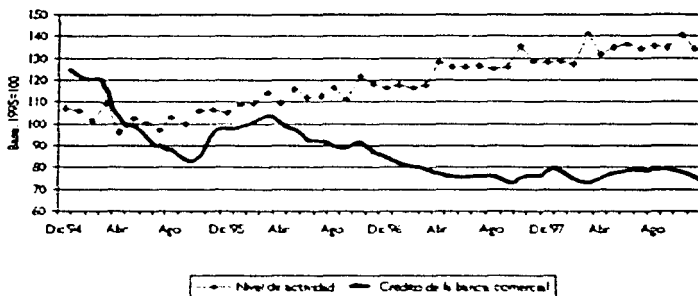
J. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

La desvinculación entre financiamiento a través de la banca comercial y nivel de actividad se hace muy marcada en el caso de la industria manufacturera, sector que lideró la recuperación en la posdevaluación, aumentando su participación en más de 2 puntos porcentuales del PIB entre 1995 y 1998.

En este caso, las posibilidades de financiarse en el mercado externo, dado que buena parte de la producción de este sector se exporta, tienen que haber jugado un papel importante.

GRAFICA 47

Industria Manufacturera: Financiamiento en la banca comercial y nivel de actividad



Así, aunque la marcada volatilidad del tipo de cambio del segundo semestre de 1998 se haya traducido en mayores tasas reales de interés, el impacto sobre el nivel de actividad en México se vería amortiguado debido a que parte de los sectores de la economía no dependen del sistema financiero local. El hecho de ser una economía abierta, con importantes vinculaciones intra-firma con los Estados Unidos, permite a muchas empresas exportadoras aislarse de las condiciones del mercado local.

TECIS CON
FALLA DE ORIGEN

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

Comparemos la crisis que está viviendo Brasil con la crisis del Tequila en México antes de que se dieran. Como puede observarse en la Tabla siguiente las presiones financieras de Brasil son importantes pero significativamente menores a las presiones que tuvo México en 1995. La relación reservas internacionales a requerimientos financieros del exterior, en millardos de dólares, en Brasil durante 1999 es de 70 a 55, mientras que en México durante 1995 esa relación era de 6 a 40. Esta diferencia se explica porque en Brasil el paquete de ayuda financiera se obtuvo antes de la devaluación mientras que en México se obtuvo más de tres meses

CUADRO 14

México vs. Brasil Pre-Crisis

| Índice | México 1994 | Brasil 1998 |
|---|-------------|--------------------|
| PIB Nominal (US\$ millardos) | 421.9 | 736.0 |
| Habitantes (millones) | 89.3 | 164.8 |
| PIB Per Capita (US\$) | 4,726 | 4,466 |
| Crecimiento del PIB | 4.5% | 0.5% |
| Inflación (Precios al Consumidor) | 7.1% | -1.8% ¹ |
| Balance Fiscal (como % del PIB) | 0.2% | -8.0% |
| Tasa de Desempleo | 3.6% | 7.7% |
| Balanza Comercial (US\$mn) | -18,464 | -6,436 |
| Promedio Mensual de Exportaciones (US\$mn) | 5,074 | 4,333 |
| Promedio Mensual de Importaciones (US\$mn) | 6,612 | 4,798 |
| Cuenta Corriente (US\$mn) | -29,662 | -34,000 |
| Cuenta Corriente/PIB | -7.0% | -4.6% |
| Reservas Internacionales (US\$mn) | 6,100 | 70,000 |
| Reservas Internacionales/amortizaciones de deuda ² | 0.15 | 1.27 |

¹ Con base en el índice de precios al consumidor del PIBIP

² Amortizaciones previas 12 meses de la deuda externa total

Fuente: Interacciones con base en datos del INEGI, Banco y Banco Central de Brasil

Al igual que en el resto de América Latina, algunos factores, subproductos de la crisis mundial, influyeron negativamente sobre la tasa de crecimiento de la economía mexicana durante 1998. Uno de ellos es la disminución del precio del petróleo y su efecto sobre las finanzas públicas: el ajuste del gasto público a la caída en los ingresos petroleros terminó afectando el nivel de actividad agregado.

Otro de los elementos adversos resultó de la inestabilidad financiera y su efecto sobre la tasa de interés que, aún considerando como un hecho la creciente desvinculación entre financiamiento interno y nivel de actividad durante este periodo, tiene consecuencias negativas sobre el crecimiento de la economía a

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

través de su impacto sobre las decisiones de consumo y de inversión. Estos son dos de los factores que surgieron de la coyuntura internacional y que explican la desaceleración de la tasa de crecimiento del PIB en 1998.

Por el lado de los factores positivos que influyeron sobre el crecimiento de la economía mexicana en los dos últimos años se destaca, junto a una estructura de exportaciones diversificada, el hecho de estar atado a la evolución de un socio comercial de la magnitud de Estados Unidos, que permaneció al margen de la crisis mundial. Este resulta un factor que ayuda a explicar porqué México está creciendo a un buen ritmo, en comparación con el resto de los países latinoamericanos, que son más "global traders" y exportadores de commodities y por tanto fueron muy afectados por la crisis internacional. Debido a que no se espera que se produzcan coletazos financieros importantes ni tampoco una caída adicional en el precio del petróleo que haga necesario otro ajuste fiscal, durante la segunda mitad de 1999 no estarían presentes dos de los factores que afectaron negativamente el crecimiento agregado a finales del año pasado. En cambio, de acuerdo a los últimos pronósticos, el factor "Estados Unidos" sí volverá a estar presente casi en igual magnitud, lo que representa una buena noticia para la performance exportadora y, por lo tanto, para buena parte de la economía mexicana. Por tanto, la vinculación comercial con la economía norteamericana aparece como un elemento importante para explicar las buenas perspectivas de crecimiento que tiene México para los próximos años en relación a la mayoría de las economías latinoamericanas.

CUADRO 15

| CRECIMIENTO DEL PIB EN LATINOAMERICA | | |
|--------------------------------------|---------|-------|
| | 1990-98 | 1999* |
| ARGENTINA | 5.1 | -1 |
| BRASIL | 1.7 | -4.1 |
| CHILE | 7.2 | 2.2 |
| COLOMBIA | 3.8 | 0.5 |
| MEXICO | 3.3 | 3 |
| PERU | 3.7 | 3.1 |
| URUGUAY | 3.5 | 0.4 |
| VENEZUELA | 3.1 | -2 |

*Proyectado

Fuente: Cepal

En el último trimestre de 1998 el PIB creció sólo 2.6%.

¹⁶ En 1999 el incremento de las ventas mexicanas al exterior alcanzaría 8.5% de acuerdo al promedio de las proyecciones de las consultoras locales GBM, CAIE, CITEMEX y Bursamérica.

3.10. Similitudes: La Crisis Financiera Y La Gran Depresión

A medida que la profundización de la crisis internacional obligó a revisar hacia abajo los pronósticos de crecimiento de la economía mundial para 1998-1999, las posturas más pesimistas fueron ganando creciente terreno. La conjetura más difundida al respecto fue que el escenario inevitable era el de una repetición de las calamidades vividas en la década del treinta. Aunque no se deja de reconocer las marcadas similitudes existentes en la génesis de las dificultades y en la naturaleza de los problemas que caracterizan al actual panorama económico internacional, vale la pena destacar que existen aún así notorias diferencias - particularmente en lo que se refiere al entorno institucional y de políticas- respecto de aquella coyuntura.

En primer lugar, cabe destacar que uno de los canales principales a través de los cuales el crack bursátil de 1929 y las presiones recesivas iniciales derivaron en caídas acumulativas del producto y en la generación de desempleo en una escala masiva fue la conducción de la política monetaria. En efecto, las autoridades monetarias de la época, restringidas por la vigencia en varios países del régimen de patrón oro, contaban con escasos grados de libertad para manejar la oferta monetaria y los utilizaron de manera desafortunada promoviendo activamente la contracción monetaria. En efecto, no sólo se resignaron, en los países con déficit externo, a observar cómo se producía la contracción monetaria sino que, en el caso de EEUU, estenalaron mediante la venta de bonos públicos las consecuencias monetarias del superávit. Esta política, implementada en la convicción de que la restricción monetaria ayudaría a combatir la especulación en los mercados de activos, era exactamente lo opuesto de lo que las economías necesitaban para evitar caer en la depresión. En la actualidad, por el contrario, la vigencia de tipos de cambio flotantes entre las principales monedas, aunque con una exacerbación marcada de la volatilidad en su cotización, garantiza un mayor control de la oferta monetaria por parte de las autoridades económicas y las habilita para maniobrar en forma contrarrecicla en caso de ser necesario. De hecho, esto es lo que desde algunos sectores se les está reclamando a los bancos centrales de los países industrializados - y en particular a la Reserva Federal norteamericana - cuando se les exige que bajen las tasas de interés que rigen para los préstamos de corto plazo.

En segundo lugar, durante la Gran Depresión la mayoría de los gobiernos, particularmente los de EEUU y Gran Bretaña, implementaron lo que Minsky denominó una estrategia de «No-No intervention» - caracterizada por la combinación simultánea de la restricción monetaria, la ausencia de toda política de suavizar a los bancos por parte del banco central y una política fiscal pro-cíclica orientada a alcanzar el equilibrio del presupuesto y las finanzas públicas. Dicha política fue combatida en su momento no sólo por Keynes¹ sino por buena parte de los principales economistas de la época

¹ La tipología elaborada por Minsky consiste en observar si las autoridades asumidas por la conducción de la política monetaria y fiscal en cada coyuntura histórica - y en su caso en su evolución - simplemente, de sí la política monetaria del período previene o no la presencia a su vez del préstamo de última instancia de las autoridades estatales o no dispuestas a generar un déficit de las cuentas públicas a fin de sostener la demanda agregada, respectivamente. Cabe destacar que la desastrosa conducción de la política monetaria se tradujo hasta 1933 en la desaparición de casi la mitad de los 29000 bancos norteamericanos existentes al inicio de la década.

² Véase, por ejemplo, el comentario para la presupuestación pública en *The Times* por Keynes en marzo de 1933.

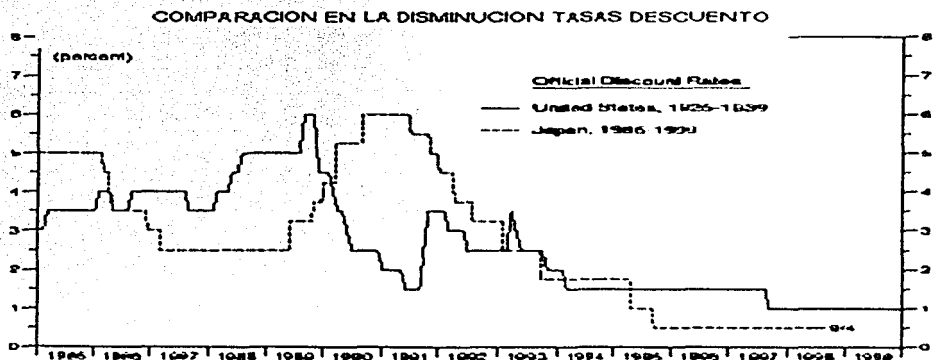
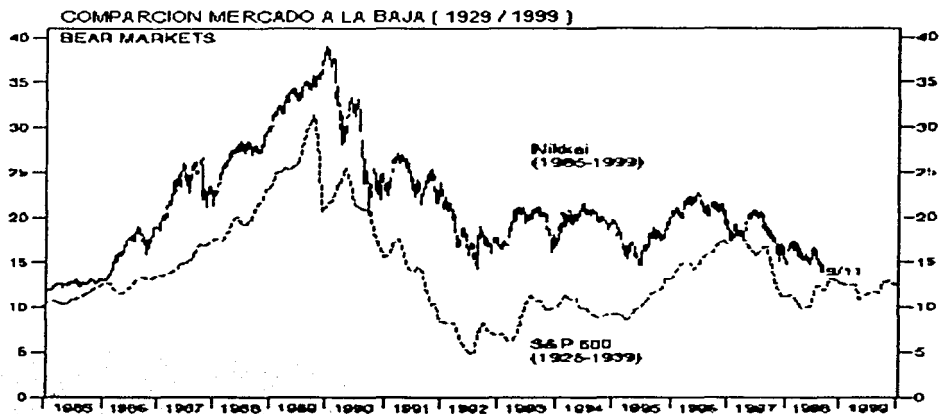
3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

pero no fue hasta la adopción del programa rooseveltiano del New Deal y el estallido de la segunda guerra que se comprendió cabalmente la inadecuación de dicha estrategia. En la actualidad y principalmente como consecuencia de las lecciones arrojadas por aquella experiencia, no sólo los gastos e ingresos gubernamentales ocupan un lugar mucho más significativo en la composición de la demanda agregada y del ingreso disponible del sector privado, respectivamente, sino que los hacedores de política cuentan con una comprensión más acabada acerca del rol que puede desempeñar la utilización de la política fiscal como herramienta contracíclica. En consecuencia, el manejo del gasto, los ingresos y la política de endeudamiento público están en condiciones de desempeñar un papel mucho más efectivo para estabilizar el comportamiento de la demanda agregada. Ciertamente, tal como lo pone de manifiesto el caso japonés de los últimos años y en forma similar a lo que ocurría en los treinta, la probabilidad de que el manejo de la política fiscal sea capaz de alcanzar estos objetivos depende crucialmente de la credibilidad de la misma.

En tercer término, cabe destacar que en la actualidad la economía internacional cuenta con un conjunto de instituciones financieras multilaterales constituidas luego de la segunda guerra con el objetivo explícito de evitar la repetición de una depresión global. De hecho, entre las responsabilidades específicas del FMI se cuentan lograr un manejo adecuado de la liquidez internacional, monitorear la evolución de la economía mundial, y actuar, en caso de necesidad, como prestamista de última instancia en escala internacional de aquellas economías que enfrenten dificultades transitorias en sus balanzas de pagos. Debe notarse, no obstante, que aunque la presencia de esta suerte de red de seguridad mundial ha sido de crucial importancia para lograr que episodios tales como la crisis del tequila quedara circunscripta, esencialmente, a las regiones y agentes inicialmente afectados, su papel en la crisis actual está siendo mucho más cuestionado.

Cabe mencionar la gran similitud entre el mercado accionario de 1929, dada su característica hacia la baja y la actual crisis, comparando únicamente el índice Nikkei de 1998-1999 y el índice Standard & Poor's de aquella época, tenemos una perfecta comparación entre estos dos tiempos; además no debemos olvidar las tasas de interés de descuento que en 1929 tendieron a disminuir hasta llegar casi a 0, de igual manera paso en la actual crisis.

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL



Por un lado, pues tanto el FMI como el Banco Mundial a partir del diagnóstico elaborado hacia fines de la década pasada y que cristalizó en los denominados «Washington Consensus» y «market friendly approach to development»³ impulsaron entusiastamente las políticas de deregulación financiera doméstica y liberalización de la cuenta capital implementadas por los países de Asia inicialmente afectados por la presente crisis. Según varios importantes economistas tales políticas, y particularmente su adopción e implementación aceleradas a través de estrategias de shock, se encuentran, precisamente, en la génesis de los desequilibrios financieros que dieron origen a la debacle.

Por otro lado, el FMI ha sido criticado por su incapacidad para prever la ocurrencia de la crisis y, especialmente, por el carácter de las políticas recomendadas a los países afectados. Estas recomendaciones receditan la conocida condicionalidad de los paquetes de ayuda financiera del FMI en los que, como tendió a ocurrir sistemáticamente en América Latina durante la década del ochenta, la combinación de la devaluación con la restricción fiscal y monetaria, a las que se suma ahora la exigencia de reformas estructurales en medio del pánico, producía las más de las veces un overkill en el ajuste.

Si a ello se agrega el hecho de que la magnitud de la crisis ha agotado prácticamente la capacidad de asistencia financiera regular del FMI parece claro que en la actualidad las funciones de prestamista de última instancia en escala internacional están lejos de estar completamente aseguradas. En este sentido varios analistas han señalado la presencia de una seria inconsistencia en la situación que atraviesa la economía global. Dicha inconsistencia residiría en la asimetría existente entre un mercado financiero internacional completamente liberalizado y en creciente expansión y la ausencia de un marco institucional apropiado para su regulación. Se señala así la ausencia de instituciones dotadas con los recursos y atribuciones suficientes como para hacer frente a situaciones agudas de liquidez a escala internacional tal como la que actualmente se encuentra en pleno desarrollo.

Aunque las urgencias de la actual coyuntura señalan la necesidad de consolidar las instituciones de intervención actualmente existentes y reforzar su capacidad prestable está creciendo la opinión favorable a constituir, para el mediano y largo plazo, mecanismos de intervención precautoria o prudencial

capaces de brindar un marco institucional adecuado para el desarrollo de las transacciones financieras internacionales. Sin embargo, en el corto plazo, es evidente que se debe apelar a todos los recursos existentes a fin de constituir una red de seguridad de emergencia capaz de proveer la liquidez monetaria internacional en caso de ser necesario. Ello ha conllevado al intento, hasta ahora fallido, de recapitalizar al FMI y dotarlo de mayores recursos. Habida cuenta de la actual emergencia internacional es evidente que las preocupaciones relativas al moral hazard⁴ implicado en los bail outs del Fondo deben dejar lugar

³ Williamson (1990) y el World Development Report 1991 del Banco Mundial.

⁴ Los fenómenos de moral hazard y adverse selection, conocidos desde mucho tiempo atrás en la literatura de los seguros, se relacionan con los problemas que la falta de información completa es capaz de generar en el funcionamiento de los mercados financieros. En general, tales problemas informativos se caracterizan por la existencia de información asimétrica. Esto es, situaciones en las cuales la calidad de la información poseída por las dos partes involucradas en una transacción es desigual. Los fenómenos de moral hazard son situaciones de información asimétrica que ocurren después de realizado el contrato. Por ejemplo, una vez firmado el contrato los

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

al objetivo prioritario de acotar la posibilidad de nuevos contagios. Sin duda, la no resolución hasta el momento de dicha cuestión ha agregado una cuota no menor de incertidumbre al escenario, ya de por sí crítico, en el que se desenvuelve la economía internacional.

Por último, cabe destacar que la escasa probabilidad de que se produzca un escenario similar al de los treinta reside, esencial y un tanto paradójicamente, en el hecho de que aquellos acontecimientos, de por sí altamente excepcionales, ya ocurrieron en una circunstancia. Y aunque ello no los torna per se irrepetibles si garantiza una dosis no menor de inmunidad frente a su recurrencia⁵. De hecho, no resulta exagerado afirmar que buena parte de la

gestión macroeconómica de la segunda parte de este siglo estuvo orientada a evitar la repetición de aquella experiencia y que el desarrollo de la propia teoría macroeconómica estuvo signado por la crisis del treinta que funcionó a modo de un permanente marco de referencia⁶. En este sentido, habría que admitir que si tales episodios se repiten ello sería en buena medida una manifestación de que las sociedades, en ocasiones, también pueden desaprender⁷.

La garantía, sin embargo, para que las lecciones de la historia no sean olvidadas pasa, en buena medida, por reconocer que la naturaleza de los problemas que enfrenta hoy la economía mundial guarda importantes similitudes con los que condujeron, en su momento, a la Gran Depresión y dieron nacimiento a la macroeconomía como rama especial del razonamiento económico. En efecto, la macroeconomía moderna surgió esencialmente

como una reflexión sobre los problemas que, en el final de la década del veinte y comienzos de la siguiente, condujeron a la aparición de una coordinación a nivel agregado y, consecuentemente, a la

tomadores de fondos dado que están utilizando el capital de otros agentes pueden tener incentivos para involucrarse en actividades más riesgosas que las que eligen los prestamistas. Los inversores también tienden a reducir la probabilidad de que los prestamistas sean repagados. Así, si los prestamistas están seguros de que el Fondo Monetario u otra institución financiera va a asistir a los países en una situación de emergencia, entonces, pueden tener incentivos para desplegar conductas más imprudentes de las que estarían dispuestos a adoptar en otras circunstancias. Se ven inclinados a tomar riesgos elevados pues, en última instancia, los están haciendo con fondos que no son propios.

⁵ Este hecho no debiera, sin embargo, blamar la memoria de la acción humana, dado los resultados surgidos de manera directa de asumir el principio de racionalidad de los agentes económicos, un supuesto que forma parte del core del razonamiento económico. En efecto, si los agentes son racionales y toman sus decisiones sobre el presente y el futuro en esa forma, entonces, no cometerían errores de tipo sistemáticos. Ello quiere decir que incorporaría a su conjunto de alternativas o opciones aquellos fenómenos que evidencian un patrón sistemático. De esta manera, una vez que han aprendido las razones por las que la economía mundial cayó en la Gran Depresión deberían comportarse de forma tal que el resultado agregado sea el no repetición de un evento de estas características. En este sentido, parece difícil conciliar la ocurrencia de crisis con el supuesto de expectativas racionales. Sin embargo, en defensa de dicho supuesto puede afirmarse que, dado que el supuesto de expectativas racionales es sólo como el resultado de un proceso de aprendizaje y que las crisis son episodios únicos y sólo ocurren en forma excepcional, los agentes no cuentan con suficientes subservios a esos como para incorporar dichos eventos a su proceso de aprendizaje.

Debe señalarse, sin embargo, que a pesar de que la crisis del treinta dio origen a la macroeconomía moderna y que fue un episodio ampliamente estudiado, coexisten bastantes dificultades interpretativas a cerca de su genesis. No obstante, a pesar de estas discrepancias, hay algunos aspectos que si están suficientemente claros y se refieren fundamentalmente, como se ha revisado más arriba, a la naturaleza de los serios errores de política cometidos por las autoridades de la época.

⁶ En defensa del punto de vista que se postula aquí cabe decir que, como se afirma al final de la nota al pie número 124, las crisis son siempre episodios únicos e irrepetibles, por tanto, no exhiben un patrón sistemático y regular del cual aprender algo significativo como para tener la seguridad de evitarlas.

3. CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL: HACIA UNA NUEVA ECONOMÍA GLOBAL

generación de desequilibrios macroeconómicos de magnitud y duración inusitadas. En todos los casos, frente a las serias fallas evidenciadas en el funcionamiento de los mercados en tales circunstancias, se tomó necesaria la intervención gubernamental a fin de brindar señales que operaran en el sentido de coordinar las expectativas de los agentes del sector privado y poder sacar a las economías de la depresión, la deflación y el desempleo. En la actualidad, el problema luce similar en más de un sentido y distintas clases de intervenciones pueden estar siendo necesarias para evitar que la economía mundial caiga en una recesión mundial

CAPITULO 4

EL PLANTEAMIENTO DE LA NUEVA ARQUITECTURA INTERNACIONAL

CAPITULO IV

EL PLANTEAMIENTO DE LA NUEVA ARQUITECTURA
FINANCIERA INTERNACIONAL*4.1 La Nueva Arquitectura Financiera Internacional**

**Este apartado está basado básicamente en el libro "Toward a New International Financial Architecture - A Practical Post-Asia Agenda" escrito por Barry Eichengreen miembro del Institute For International Economics.*

La experiencia de los años noventa demuestra bien a las claras que la globalización financiera actual (esto es, el orden o sistema financiero vigente en el planeta, aunque quizá sería más adecuado hablar de desorden o de "no-sistema") comporta un buen número de graves inconvenientes. Provoca, en otras cosas, una creciente inestabilidad económica y monetaria a escala mundial, así como crisis financieras recurrentes, en particular en los países emergentes.

La evolución de la economía internacional en los años noventa ha presentado, como es bien sabido, muchos dientes de sierra, con tasas de crecimiento del producto bruto mundial inferiores al 3% en 1990-93 y en 1998-99 y superiores al 4% en 1994-97, y con una importante volatilidad de los tipos de cambio de las monedas principales. En cuanto a las crisis financieras, han sido en el último decenio cada vez más impredecibles, próximas en el tiempo, graves y duraderas: Sistema Monetario Europeo, México, Asia oriental, Rusia, Brasil, Ecuador, etc. La relación de causalidad entre globalización y crisis se produce por dos vías principales: en primer lugar, a través de la creciente volatilidad financiera (provocada por la asimetría en la información, el uso de productos derivados y el apalancamiento de algunos grandes fondos de inversión colectiva); y, en segundo lugar, mediante la alteración que propicia en los parámetros fundamentales de las economías nacionales (de resultados de la modificación en la cuantía y estructura de las entradas de capital y de la liberalización financiera acelerada).

Con el fin de contener la inestabilidad internacional y la posibilidad de crisis nacionales, es por tanto necesario diseñar una nueva arquitectura financiera internacional. En palabras de Barry Eichengreen, autor del fascinante libro *"Toward a New International Financial Architecture - A Practical Post-Asia Agenda"* se trata de "reformular las instituciones, las estructuras y las políticas con objeto de predecir, prevenir y resolver mejor las crisis financieras".

Las crisis que se iniciaron en 1997 aceleraron tanto la discusión como las medidas sobre la nueva arquitectura financiera, que ya había sido abordada, tras la crisis mexicana, en la cumbre de Halifax del G7 en 1995. La reunión de Ministros de Economía y de Gobernadores de bancos centrales de los países del G22 en Washington (abril de 1998) creó tres grupos de trabajo sobre la reforma de la arquitectura financiera internacional: sobre la transparencia y

TEJIS CON
FALLA DE ORIGEN

control (accountability) de los mercados internacionales, sobre el fortalecimiento de los sistemas nacionales y sobre las crisis financieras.

4.1.1 Principales Objetivos De La Arquitectura Financiera Internacional

El primer objetivo es el de regular, tanto a escala internacional como en los países de origen de los flujos de capital, los mercados financieros internacionales. Para tal fin, es necesario, sobre todo, desincentivar los flujos a corto plazo, que tienen un marcado carácter desestabilizador, al ser excesivos y reversibles, y que por tanto son causas determinantes de crisis financieras¹. Además, también resulta preciso combatir la extrema volatilidad de los tipos de cambio. Como señala Griffith-Jones, hay que fortalecer las regulaciones existentes en los países de origen de los flujos de capital, colmar las brechas reguladoras en ese campo, coordinar los esfuerzos de regulación a escala internacional y supervisar y asentar sobre bases más sólidas el sistema financiero internacional. El segundo objetivo de la Nueva Arquitectura Financiera debe ser predecir, prevenir y, en su caso, gestionar mejor las crisis financieras en las economías emergentes, tanto para evitar sus graves consecuencias internas como para contener sus serias repercusiones internacionales. Por ejemplo, se ha estimado que los 116 episodios de crisis cambiantes detectados en las economías emergentes entre 1975 y 1997 han supuesto una pérdida acumulada media de producto (respecto de la tendencia) de 7% del PIB y que los 42 episodios que crisis bancarias que a menudo las acompañan han tenido un coste de 14% del PIB. Además, el menor crecimiento del producto bruto mundial en 1998 y 1999 respecto de años anteriores puede achacarse en buena medida a los efectos de las crisis asiáticas y latinoamericanas.

En 1998, cuando las crisis asiáticas estaban en su apogeo, parecía existir consenso internacional y decisión política sobre un amplio desarrollo de la Nueva Arquitectura Financiera. Sin embargo, los acontecimientos posteriores (la sorprendente recuperación de las economías asiáticas, el control de las crisis en América Latina y la mayor estabilidad mundial) han hecho desaparecer esa sensación de urgencia.

En cuanto a la regulación internacional, se han dado pasos importantes (aunque claramente insuficientes) en tres campos: transparencia e información, vigilancia y modificaciones en las normas de actuación. Una de las causas de las últimas crisis ha sido la falta de transparencia y de información adecuada sobre los sistemas financieros nacionales. Tal inconveniente se ha intentado paliar recientemente en diversos organismos internacionales. En el Fondo Monetario Internacional (FMI), se ha establecido la necesidad de dar a conocer notas públicas de información (*Public Information Notices, PIN*) sobre la situación de los países sujetos a examen por el Fondo y se ha recomendado la publicación voluntaria de los staff reports que se redactan tras las consultas con arreglo al artículo IV. En el caso de países con programas de reforma y ajuste, se han publicado las declaraciones de intenciones (*Letters of Intent, LOI*) y se ha fomentado la publicación de las deliberaciones del Fondo sobre el uso de sus recursos (*Use of Fund Resources, UFR*). Además, el FMI ha empezado a promover la diseminación pública de datos – especialmente sobre reservas en divisas – de las economías que pueden acceder a los mercados internacionales de capitales (*Special Data Dissemination Standards, SDDS*, normas creadas en 1996 y reformadas en marzo de 1999) o sobre las que aún no pueden

¹ GRIFFITH-JONES, S. (1999), "Towards a Better Financial Architecture", FONDAD, Budapest, junio.

hacerlo (*General Data Dissemination Standards, GDDS*). Por su parte, en el Foro para la Estabilidad Financiera (FEF, véase más adelante), con ayuda del Banco de Pagos Internacionales (BIS), de la IOSCO (International Organization of Securities Commissions) y de la IAIS (International Association of Insurance Supervisors), se han creado grupos de trabajo sobre los centros financieros offshore, los flujos internacionales de capital a corto plazo y las instituciones no bancarias con un alto grado de apalancamiento (*Highly Leveraged Institutions, HLI*).

En lo que atañe a la vigilancia de los mercados financieros internacionales y nacionales y de la evolución macroeconómica de los países, destacan, en particular, la creación, por el G7, del Foro para la Estabilidad Financiera (*Financial Stability Forum, FSF*) y la elaboración de nuevos instrumentos de seguimiento en el FMI. El Foro para la Estabilidad Financiera vio la luz en la cumbre de Ministros de Economía y de Gobernadores de bancos centrales de los países del G7 que se celebró en Bonn en febrero de 1999. Cuenta en la actualidad con 40 miembros (su Presidente, tres representantes por cada país del G7, un representante de Hong Kong, Singapur, Países Bajos y Australia, dos representantes del FMI y del Banco Mundial, uno del BIS y de la OCDE, dos representantes del Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria, dos de la IOSCO, dos de la IAIS, y uno de los dos comités de expertos de los bancos centrales). Sus objetivos son valorar las vulnerabilidades del sistema financiero internacional, identificar y supervisar las medidas necesarias para remediarlas y mejorar la coordinación y el intercambio de información entre las distintas autoridades encargadas de la estabilidad financiera. Además de reunirse dos veces al año, el FEF ha creado, como ya se mencionó, tres grupos de trabajo: sobre las instituciones con un alto grado de apalancamiento; sobre la volatilidad de los flujos de capital y la deuda externa a corto plazo; y sobre los centros financieros offshore.

Aunque la creación de ese Foro es un importante progreso, Griffith-Jones ha destacado dos de sus inconvenientes: la ausencia de representación oficial de países emergentes (especialmente de economías emergentes, aunque está prevista la participación de Chile y de Malasia en el grupo de trabajo sobre flujos de capital, habida cuenta de su experiencia con los controles); y su escasa y a todas luces insuficiente capacidad institucional, por lo menos hasta la fecha. En cuanto a la vigilancia del FMI, en septiembre de 1999 se decidió en ese organismo crear un conjunto de indicadores macroeconómicos de previsión (*Prudential Macroeconomic Indicators, PMIs*), con objeto de identificar con antelación suficiente las vulnerabilidades principales de las distintas economías. Esta última tarea se antoja difícil, a la vista de la muy distinta naturaleza de las sucesivas crisis, que incluso los más sofisticados estudios sobre indicadores han sido totalmente incapaces de predecir.

Finalmente, el estudio del cambio en las normas de comportamiento de las instituciones financieras privadas ha sido encomendado al BIS. En junio de 1999, el Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria (Basel Committee on Banking Supervision) propuso un nuevo marco sobre la adecuación de capital (*New Framework on Capital Adequacy*), para sustituir al vigente desde 1988. El objetivo principal es modificar los requisitos de capital de los préstamos interbancarios internacionales, que hasta entonces variaban entre 8% y 20% (el llamado ratio Cooke) y que, con el nuevo marco, podrían alcanzar hasta el 40%, en el caso de los préstamos de alto riesgo. Además, el Comité de Basilea está trabajando igualmente en la mejora de la regulación financiera y de la supervisión bancaria nacionales, con arreglo a los Core Principles on Banking Supervision de 1997, especialmente en lo que respecta a las relaciones entre los

bancos comerciales y las instituciones financieras no bancarias con alto grado de apalancamiento.

Junto con las mejoras de regulación, el otro campo principal de los esfuerzos para crear una Nueva Arquitectura Financiera es el de la prevención y gestión de las crisis financieras. El FMI ha conseguido una mayor financiación para sus operaciones de préstamo, mediante el aumento de cuotas, la emisión de derechos especiales de giro y los nuevos acuerdos de préstamo (*New Arrangements to Borrow, NAB*), así como a través de la creación de una ventana de endeudamiento extraordinaria. En cuanto a las cantidades suministradas por el FMI, en 1997 se creó la *Supplementary Reserve Facility (SRF)* y, sobre todo, en abril de 1998, se implantaron las líneas de crédito contingente (*Contingent Credit Lines, CCL*). Las CCL suponen dos novedades respecto de los programas de rescate tradicionales del FMI. Por una parte, son fondos que se suministran antes del estallido de una crisis financiera. Por otro lado, están pensados para países que, aún teniendo unos parámetros fundamentales sólidos, son susceptibles de ser víctima del contagio. Griffith-Jones ha mostrado reservas sobre la utilidad de las CCL: cuantía limitada en la práctica; requisitos excesivos para poder optar a esos fondos; dudas sobre si resulta conveniente o no su confidencialidad; crédito no disponible para países que tengan ya financiación regular del FMI; y posibles efectos nocivos en los países receptores (caída del PIB y aumento de la entrada de capitales extranjeros).

En suma, los principales progresos hasta la fecha han sido sólo dos: el Foro para la Estabilidad Financiera y las CCL. Ambas iniciativas tienen, por lo demás, algunos inconvenientes.

Muchos especialistas (y algunos gobiernos) han pedido, por tanto, mayor audacia en la creación de una Nueva Arquitectura Financiera, por entender que las medidas adoptadas hasta ahora son insuficientes y discutibles. Por ejemplo, Griffith-Jones reclama una regulación estricta de las inversiones en cartera y del uso de productos financieros derivados se ha sugerido una reforma radical del FMI. Muchos autores han destacado la necesidad de implicar al sector privado en la prevención y gestión de las crisis financieras. La UNCTAD² ha defendido la necesidad de permitir suspensiones temporales de pagos a los países en dificultades. Se ha insistido igualmente en la necesaria estabilización y coordinación de los tipos de cambio de las monedas principales. Se ha reavivado la propuesta de crear un impuesto sobre las transacciones en divisas o impuesto Tobin, que algunos organismos, como el PNUD, vienen reclamando desde hace tiempo³. También se ha sugerido que cualquier medida sería incompleta de no mediar una coordinación de las políticas macroeconómicas a escala internacional.

² UNCTAD (1998), "The Management and Prevention of Financial Crises", cap. IV de UNCTAD, Trade and Development Report 1998, Conferencia de las Naciones Unidas para el Comercio y el Desarrollo, Ginebra.

³ UL HAQ, M., I. KAUL e I. GRUNDBERG (comps.) (1996), *The Tobin Tax: Coping with Financial Volatility*, Oxford University Press, Nueva York.

4.2 Diversas Propuestas y un Solo Fin

Algunos destacados economistas, periodistas y académicos han propuesto crear nuevas instituciones internacionales.

Veamos esas propuestas una por una.

1. *Inversiones en cartera y productos derivados.*

Griffith-Jones ha señalado que es preciso regular los flujos de inversión en cartera y el uso de productos derivados (opciones, futuros y swaps). Una posibilidad en tal sentido podría ser establecer requisitos de reserva en metálico, depositados en cuentas remuneradas de bancos comerciales y ponderados en función del riesgo macroeconómico del país de destino, especialmente para las inversiones en cartera de las mutualidades y de otros fondos internacionales de inversión colectiva. En cuanto a los productos derivados, se ha sugerido que los bancos que emiten esos productos estén sujetos a coeficientes de reserva específicos.

2. *Reforma del FMI.*

Blecker en su libro "*Taming Global Finance*"⁴, y, en menor medida, Eichengreen han propuesto una reforma ambiciosa del FMI. Para Blecker, el FMI sería más eficaz si se regionalizase: por ejemplo, la propuesta japonesa, hecha ya en 1997, de crear un Fondo Monetario Asiático (FMA) no carece de sentido, pese a haber sido desechada sin contemplaciones por Washington. Además, son imprescindibles cambios en la gestión y en las políticas del FMI. Su equipo dirigente debería ser remozado, tras los errores cometidos en Asia o Rusia. Debería aumentar el control de las actividades del Fondo por los gobiernos, a los que el organismo debería rendir más cuentas. En cuanto a las políticas, el FMI debería hacer que sus programas de ajuste y de rescate se correspondiesen más con las necesidades particulares de cada país, hacer recaer los costes del ajuste también en los acreedores y, más en general, tender a promover la prosperidad y la equidad, en lugar de sólo la estricta estabilidad macroeconómica.

En cuanto a los fondos disponibles para el FMI, podrían aumentar si éste pudiese recurrir a los mercados privados de capital, a sus reservas en oro, a la emisión temporal de más derechos especiales de giro y a acuerdos de swap con los bancos centrales. La financiación total disponible para los países en dificultades debería provenir no sólo del FMI sino también de créditos concertados entre el Fondo y los bancos privados. Además, como han señalado las Naciones Unidas⁵, el FMI debería abstenerse, en las contrapartidas que exige a cambio de sus programas de rescate, de intentar modificar aspectos relacionados con las estrategias e instituciones económicas y sociales de un país; de abarcar áreas que incumben a otros organismos internacionales, como por ejemplo las comerciales; de exigir la convertibilidad de la cuenta de capital; o de imponer un determinado régimen de tipo de cambio. Además, especialmente a la luz de lo acontecido durante las crisis asiáticas, el FMI

⁴ BLECKER, R. (1999), *Taming Global Finance*, Economic Policy Institute, Washington.

⁵ ECESA (1999), "Towards a New International Financial Architecture", Executive Committee on Economic and Social Affairs, Naciones Unidas, Nueva York, 21 de enero.

debería incluir en tales programas cláusulas de reducción automática del carácter restrictivo de la política macroeconómica si la contracción del PIB fuera mayor de la prevista.

3. *El sector privado y las crisis financieras.*

Para implicar al sector privado en la prevención y la gestión de las crisis financieras, se han sugerido diversas medidas: obligar a los bancos comerciales a establecer líneas contingentes de crédito privado; restringir el uso de productos derivados en los contratos de deuda (especialmente de las llamadas put options); y cambiar las cláusulas en las emisiones internacionales de bonos.

4. *Suspensión de pagos en las economías en crisis.*

La suspensión temporal de pagos por los países en crisis ha sido cada vez más aceptada. Por ejemplo, en el informe del grupo de trabajo del G22 sobre las crisis financieras internacionales (octubre de 1998), se señala que el FMI debería suministrar créditos de emergencia a un país que haya declarado una suspensión de pagos, siempre que ésta sea la única salida posible, que su gobierno se comprometa a llevar a cabo reformas de alcance y que se desplieguen todos los esfuerzos posibles para llegar a acuerdos con los acreedores.. Para la UNCTAD, la suspensión de pagos debe ser contemplada como una posibilidad legal (standstill provisions), a la que los países en crisis puedan recurrir de manera unilateral, elevando tal decisión a una comisión internacional independiente, cuya aprobación daría legitimidad a la medida.

5. *Coordinación de los tipos de cambio.*

En cuanto a la coordinación de los tipos de cambio de las monedas principales (dólar, yen y euro), se trataría, según Felix⁶, de restablecer un sistema similar (aunque suavizado) del existente durante el periodo de vigencia del régimen de Bretton Woods. Los bancos centrales de EEUU, Japón y la UE se comprometerían a intervenir en los mercados de divisas para mantener las fluctuaciones de las monedas en una banda determinada. Además, se crearían "zonas objetivo" (target zones) con las que las monedas de los países emergentes podrían converger.

6. *"Tobin tax" o Impuesto Tobin*

También se ha revitalizado la propuesta de crear un impuesto global uniforme para las transacciones internacionales de divisas (impuesto Tobin o Tobin tax). Para Felix, ese impuesto serviría para contener la especulación (habida cuenta que el 80% de los dos billones de dólares diarios que se mueven en ese mercado tiene un plazo inferior a una semana), no afectaría a las transacciones por motivos comerciales o de inversión directa (que se venían beneficiadas por la reducción del riesgo cambiario y del coste de cobertura, en un contexto de mayor estabilidad de los tipos de cambio) y permitiría a los gobiernos obtener más ingresos para intervenir en los mercados de divisas y para llevar a cabo políticas de pleno empleo y de bienestar social. Sin embargo, Barry Eichengreen considera que existen varios problemas de tipo técnico en el impuesto Tobin. En primer lugar, puede resultar insuficiente (si se establece con un tipo modesto) para alterar de manera significativa el comportamiento de los especuladores en momentos de crisis. En segundo término, podría ser evadido consumando las transacciones en paraísos fiscales, cuya regulación es,

⁶ FELIX, D. (1999), "Repairing the Global Financial Architecture: Plugging Over Cracks vs Strengthening the Foundations", Foreign Policy in Focus, Special Report, Septiembre.

por definición, problemática. En tercer lugar, puede dar lugar a una sustitución de activos, ya que las transacciones de divisas podrían hacerse por conducto de compraventas de muy diversos activos alternativos denominados en divisas.

7. Coordinación macroeconómica global.

Las políticas económicas, especialmente en los países desarrollados, deberían evitar orientaciones muy distintas entre sí, ya que tal divergencia provoca altos diferenciales de tipos de interés, fuertes movimientos de capital y alteraciones bruscas en los tipos de cambio de las monedas. Además, en momentos de crisis en las economías emergentes, sería necesario mantener y coordinar políticas expansivas en los países desarrollados, para evitar aún mayores salidas de capital desde las primeras y para garantizarles mercados de exportación con los que obtener divisas.

8. Nuevos organismos internacionales.

Algunos autores han hecho propuestas aún más ambiciosas, como la creación de nuevos organismos internacionales: George Soros, el especulador más grande del mundo, dio su idea para la formación de una corporación internacional de garantía de depósitos, El afamado economista Jeffrey Sachs pensó en un tribunal internacional de quiebras; Kauffman, aclamado politólogo y financiero dice que se necesita de una instancia reguladora internacional de mercados e instituciones financieras o, en palabras de John Farwell, una World Financial Authority (WFA), creada sobre la base del BIS; Garten, economista europeo pide la creación de un banco central mundial, etc...

4.2. PROPUESTAS NACIONALES⁵

La propuesta de Francia

El gobierno francés propone transformar el comité interino en un consejo que serviría como el cuerpo último para la toma de decisiones en el FMI. Ese consejo, compuesto por ministros de finanzas de diferentes países, se reuniría con regularidad a fin de votar sobre aspectos relativos a las decisiones estratégicas más importantes del Fondo, entre ellas los compromisos financieros.⁶ El gobierno sólo recomienda que el FMI trabaje con el propósito de que las instituciones financieras privadas adopten una "Carta de revelación". Apresura a los reguladores para que adopten reglas que rijan las actividades de los centros financieros en el extranjero. Sugiere que los países deben liberalizar sus cuentas de capital con mayor lentitud y prudencia; además recomienda, sin dar detalles, la creación de una "cláusula de salvaguarda financiera" para que la invoquen los gobiernos, "en consulta" con el FMI, a fin de protegerse a sí mismos contra la inestabilidad ocasionada por los flujos de capital.

La propuesta de Estados Unidos de América

Estados Unidos de América recomienda la creación de un mecanismo de contingencia financiera "basado en el FMI" para que extienda líneas de crédito a naciones que aún no

⁵Barry Eichengreen, *Toward a New International Financial Architecture*, Institute of International Economics, 1999.

experimentan una crisis totalmente desarrollada, pero cuya estabilidad sufre amenazas potenciales. Esto daría a los países con fundamentos políticos sólidos, dinero en relativamente corto plazo con altas tasas de interés.

La propuesta de Canadá

El programa de seis puntos canadiense hace hincapié en la "vigilancia, en la parte de los bancos centrales del G-7", la búsqueda de políticas sanas en las economías de mercados emergentes, atención a las necesidades de los Estados más pobres, acciones para fortalecer los sistemas financieros nacionales junto con la vigilancia internacional, la elaboración de una estrategia para la prudente liberalización de la cuenta de capital, así como mecanismos para que los inversionistas privados, antecipen en la resolución de las crisis, en concreto, en la negociación de líneas de crédito permanentes y en la modificación de los términos de los contratos de bonos. Indica la necesidad de considerar mecanismos de suspensión y sugiere que las naciones legislen una "cláusula de suspensión de urgencia" que modifique todos los contratos financieros transfronterizos y que sólo sería invocada si la cancelación de financiamiento de corto plazo amenazase la estabilidad financiera. Su activación requeriría el acuerdo del comité ejecutivo del FMI.

4.2.2. PROPUESTAS PRIVADAS

La Agencia de Seguros de Crédito, de Soros

George Soros ha sugerido la creación de una corporación pública para asegurar a los inversionistas contra el incumplimiento de las deudas. Los países pagarían una tarifa cuando hicieran préstamos en aras de garantizar el costo del seguro. La deuda de cada país estaría limitada a un techo estipulado por el FMI con base en su evaluación de la condición macroeconómica y financiera de las naciones. Los préstamos que rebasaran ese techo no serían asegurados, a la vez que el Fondo no ayudaría a los Estados que tuvieran dificultades para cumplir con el servicio de préstamos sin asegurar.

La Agencia Internacional de Regulación y Calificación, de Kaufman

Henry Kaufman crearía un nuevo organismo internacional con responsabilidades de supervisión y regulación sobre mercados e instituciones financieras. Ese organismo supervisaría las actividades de inversión y de toma de posición no sólo de los intermediarios financieros tradicionales, sino también de los participantes no bancarios en los mercados de finanzas (fondos de protección y otros). Se le facultaría para que armonizara los requisitos mínimos de capital, estableciera normas uniformes de auditoría y contabilidad y para que vigilara el desempeño de las instituciones y los mercados financieros de sus miembros. Su junta directiva estaría compuesta por especialistas en inversiones provenientes de "todos los países industrializados más importantes". Asimismo, proporcionaría calificación pública de la calidad de crédito de los participantes en el mercado sujetos a su autoridad. De manera análoga, el FMI daría calificaciones de la fortaleza económica y financiera de sus miembros y las haría públicas.

Corte Internacional de Bancarrotas, de Raffer

El esquema de Raffer para una corte internacional de bancarrotas es representativo de varias propuestas académicas que comparten ideas semejantes. Este autor crearía una corte internacional de arbitraje cuyas oficinas centrales se ubicarían en un país neutral que no fuera prestamista mundial activo ni solicitante de préstamos, y le daría la facultad de imponer una suspensión en caso de crisis, así como de aplicar términos cuando deudores y acreedores fueran incapaces de aceptar de manera voluntaria términos de reestructuración.

El verdadero prestamista internacional de "último recurso", de Meltzer

Meltzer limitaría al FMI a hacer préstamos de corto plazo a altas tasas de interés a países que siguieran, en esencia, políticas económicas acertadas y fuesen capaces de otorgar una garantía válida. Los bancos centrales sólo podrían solicitar préstamos al Fondo si presentasen activos negociados de forma internacional, y ese organismo estaría impedido para hacer préstamos sin recibir garantías comercializables. En algunos foros, Meltzer ha sugerido que el FMI podría cerrar y que el BIS, como banco central de los bancos centrales, podría desempeñar sus funciones.

Las reglas de Calomiris para los préstamos del FMI

Calomiris sustituiría al Fondo y al Exchange Stabilization Fund (Fondo de Estabilización Comercial) de Estados Unidos de América por un FMI reformado que ofrecería una ventanilla de préstamos con descuento limitado. Los préstamos sólo se darían a una tasa de interés "castigada" y por cortos periodos. La ventanilla sólo estaría a disposición de los miembros del Fondo, cuya membresía exigiría a los países que

- a) hiciesen que sus bancos tuvieran cantidades considerables de capital y emitiesen deuda subordinada;
- b) extendieran seguros de depósito para los reclamos de deuda de otros bancos;
- c) impusieran un requisito de liquidez a sus bancos que los obligase a tener 20% de sus activos en efectivo o en un sustituto muy semejante a éste;
- d) obligaran a sus bancos a tener más de 20% de sus activos en valores líquidos;
- e) permitiesen el libre acceso de instituciones nacionales e internacionales al mercado bancario doméstico;
- f) limitasen otra asistencia gubernamental a la banca;
- g) obligaran a los bancos a ofrecer cuentas denominadas en moneda local y foránea; y obligasen al gobierno, a seguir ciertas prácticas de manejo de deuda (por ejemplo, limitar la participación de la deuda de corto plazo en el total de las obligaciones gubernamentales).

Los miembros del FMI avalarían sus préstamos de la ventanilla de descuento mediante valores gubernamentales. El aval, o garantía, estaría en una cantidad de 125% del préstamo en moneda

dura, y 25 % del total tendría que adoptar la forma de valores emitidos por gobiernos extranjeros.

El Banco Central Global de Garten

Jeffrey Garten crearía un Banco Central Global que estaría autorizado a participar en operaciones de mercado abierto mediante la compra de obligaciones gubernamentales de sus miembros. Sus operaciones estarían financiadas por líneas de crédito de los bancos centrales o por un impuesto modesto aplicado a las transacciones comerciales internacionales o a ciertas operaciones financieras globales; también podría aplicarse a las dos últimas cosas. Tendría amplias facultades de supervisión sobre bancos y otras instituciones financieras y establecería normas uniformes para los préstamos. Contaría con un comité de gobernadores provenientes del G-7 y de ocho miembros de mercados emergentes que se alternarían en el puesto.

La puesta de opciones en créditos bancarios, de Litan

Robert Litan haría que los países que recibieran asistencia del FMI promulgaran leyes que impusiesen una reducción automática del principal de los depósitos interbancarios extendidos a bancos en sus países. Con el propósito de desalentar a los acreedores para que no retiraran sus fondos, se impondrían recortes si lo hiciesen o si fracasasen en el aplazar sus reclamos mientras está en marcha un programa del FMI. Los países que no tuvieran éxito en la promulgación de este tipo de acuerdo de menor participación de los acreedores podrían ser inelegibles para recibir asistencia del Fondo, o se les podría obligar a que pagaran una tasa castigada más alta. En teoría, el FMI haría de la promulgación de tales leyes una condición para desembolsar la ayuda.

Las agencias especializadas, de Edwards

Sebastián Edwards reemplazaría al FMI por tres agencias especializadas, cada una de ellas con responsabilidades limitadas. Su agencia de información global se concentraría en proporcionar, a tiempo y sin censura, información sobre el estado financiero de los países. Publicaría calificaciones de sus sistemas financieros y emitiría alertas rojas cuando los países no le suministrasen información apropiada. Su oficina financiera de contingencia global proporcionaría líneas de crédito contingente los Estados que siguieran, en esencia, políticas sanas, pero que adolecieran de problemas de liquidez temporales y que estuvieran certificados por la agencia de información global como cumplidores de sus normas. Su agencia de reestructuración global tendría la facultad de imponer una suspensión de pagos (para dar un "período de entramiento") y daría, financiamiento oficial, sujeto a condiciones, a los Estados que participasen en negociaciones de buena fe con sus acreedores y que hicieran un esfuerzo objetivo para reestructurar sus economías.

Zonas objetivas, de Bergsten

C. Fred Bergsten ha criticado el descuido del G-7 en lo que atañe a la función del tipo de cambio durante las crisis, argumentando que los vaivenes en los índices dólar-yen y dólar-euro fueron cruciales en el desequilibrio de las regulaciones monetarias de los mercados emergentes. Por tanto aboga por el establecimiento de zonas objetivo, o zonas destino, para tipos de cambio a fin de evitar la repetición de esta dificultad. Con este programa, los gobiernos del G-7 anunciarían límites a la amplitud de vaivenes permisibles entre sus monedas, comenzando con más o menos 15% alrededor de los puntos medios acordados. Se evitarían los desequilibrios de largo plazo debidos a los diferenciales inflacionarios actuales mediante el ajuste regular de los límites en cantidades muy pequeñas. En ausencia de tales desequilibrios, los bancos centrales defenderían las bandas, cuando fuese preciso, mediante la intervención en los mercados de divisas y, en caso necesario, ajustando las políticas monetarias. Así, les resultaría atractivo a las economías de los mercados emergentes, sugiere Bergsten, el establecimiento de bandas semejantes para sus monedas, quizá alrededor de una canasta de divisas del G-7 evaluadas en el mercado.

4.2.3 PROPUESTAS INTERNACIONALES⁵*Propuestas del Fmi*

El FMI, a través de conferencias de su director administrativo y otras personas, ha esbozado cinco temas importantes para que se les incluya en un programa de reforma del sistema financiero internacional. Primero, mejorar la transparencia estimulando a los gobiernos para que suministren información adicional acerca de sus asuntos financieros, pidiendo a las empresas no financieras que cumplan con normas de auditoría y contabilidad sanas, a las instituciones financieras que adopten prácticas de manejo de riesgo válidas y normas de revelación aceptables, así como haciendo que el FMI acepte publicar más información propia. Segundo, elaborar normas y códigos de buena conducta para las economías y los mercados financieros. Tercero, liberalizar la cuenta de capital pero de un modo ordenado, que reconozca la importancia de incluir las condiciones previas indispensables para hacerlo. Cuarto, fortalecer y reformar el sector financiero. Quinto y último tema, hallar un modo de abordar el "complicated" asunto de apoyar al sector privado. Hasta la fecha, los oficiales del FMI han dado pocos detalles concretos sobre como podrían lograrse estas metas.

Propuestas del G-7

En octubre de 1998, los ministros de finanzas y gobernadores de los bancos centrales del G-7 emitieron una declaración extraordinaria, fuera de ciclo, sobre el fortalecimiento del sistema financiero mundial. Aunque repetía elementos de otras declaraciones internacionales -a saber: la necesidad de normas globales relativas a prácticas financieras mínimas aceptables y mayor transparencia-, también hacía algunas propuestas específicas, aunque limitadas, para incrementar la participación del sector privado en la resolución de las crisis.

Los ministros del G-7 expresaron la necesidad de aumentar la supervisión de las instituciones financieras tanto en países acreedores como deudores (lo que se lograría mediante la negociación de normas de revelación para los intermediarios financieros no bancarios, así como bancarios, haciendo que el FMI vigilara el cumplimiento de sus miembros y emitiera un informe de transparencia); el imperativo de mayor transparencia por parte de los gobiernos (que debe fortalecer la SDDS, publicar información oportuna y precisa sobre sus reservas internacionales y cumplir el código de transparencia fiscal del Fondo, así como negociar un código complementario acerca de política financiera y monetaria); y la necesidad de mayor transparencia por parte del FMI (que haría pública información "excepto en donde esto pudiera comprometer la confidencialidad" y que debería comisionar ejercicios de evaluación externa adicionales). Con el propósito de apoyar al sector privado, plantean la idea de agregar cláusulas de acción conjunta en los contratos de préstamo (y para que los propios países del G-7 consideren usarlas en sus propias emisiones de bonos soberanos y cuasi soberanos), a fin de que el FMI haga préstamos en moratoria cuando sea apropiado, y para que las economías emergentes negocien líneas de crédito de contingencia privadas con la banca comercial de los países acreedores. Sin embargo, esta declaración dice poco acerca de cómo se organizaría la negociación de normas, excepto que participarían la IASC y el Comité de Basilea en la conclusión de normas contables. No dice nada sobre desalentar los préstamos interbancarios excesivos ni sobre la necesidad de aplicar impuestos a la importación de capital, como hace Chile, con el objeto de evitar demasiados flujos de capital entrante de corto plazo. Tampoco trata sobre la política relativa al tipo de cambio ni sobre las recomendaciones y condicionalidad del FMI al respecto, aparte de lo indispensable de considerar "los elementos necesarios para conservar regímenes de tipo de cambio sostenidos en las economías emergentes". Además del ofrecimiento de "considerar" la incorporación de cláusulas de representación colectiva en los convenios de bonos, no hace compromiso alguno para resolver el problema de los acuerdos prematrimoniales que evitan que los mercados emergentes se desplacen en esa dirección de forma unilateral.

Propuestas del G-22

El G-22 emitió tres informes en octubre de 1998. Puesto que en la actualidad esos informes son la expresión más acabada de la comunidad internacional acerca de la reforma a la arquitectura financiera mundial

El grupo de trabajo en transparencia y contabilidad

Este grupo recomendó el establecimiento de normas nacionales para la revelación de los asuntos financieros del sector privado, y que los reguladores obligaran a los bancos y a las empresas adherirse a normas de contabilidad reconocidas. También recomendó que las naciones que aún no hacen esto deben presentar informes al BIS sobre sus operaciones transfronterizas tanto de solicitud como de otorgamiento de préstamo que los gobiernos deben reunir y divulgar datos acerca de la posición de la moneda extranjera de los sectores financiero público y empresarial privado, y que debe constituirse un grupo de trabajo con objeto de analizar la posibilidad de recabar y publicar información relacionada con las exposiciones internacionales de los inversionistas institucionales bancarios. Hizo un llamado para que el FMI tenga mayor transparencia y pidió a las autoridades nacionales que apoyaran la publicación de cartas de intención, documentos de antecedentes para los informes del artículo IV, así como

noticias de información pública. Recomendó que el FMI preparase un "informe de transparencia" para cada Estado, con sus consultas regulares del artículo IV.

Grupo de trabajo para el fortalecimiento de los sistemas financieros

Este grupo avala los Principios centrales de Basilea para la supervisión bancaria eficaz y señala la necesidad de contar con principios semejantes en las áreas de controles internos, manejo de liquidez, dirección de las empresas y procedimientos de quiebra. No obstante, no remarca la función del sector privado en la elaboración de principios reconocidos en todo el mundo, en vez de apoyar los esfuerzos al respecto hechos por el Comité de Basilea y por la OCDE.

Grupo de trabajo sobre las crisis financieras internacionales

Este grupo recomienda que prestamistas y solicitantes de préstamos exploren la elaboración de disposiciones innovadoras en los contratos de préstamo, con las opciones negociadas con anterioridad para mejorar la flexibilidad de los pagos. Indica que es deseable la incorporación de cláusulas de representación colectiva, acción por mayoría y participación en los contratos de préstamo. Para este fin, recomienda que los gobiernos se comprometan en "esfuerzos educativos" en los centros financieros más importantes y que los gobiernos de las naciones acreedoras "examinen" el uso de tales cláusulas en sus propias emisiones de bonos soberanos y cuasi soberanos en ofertas hechas en el extranjero.

Todas estas propuestas han sido criticadas. Ciertamente podemos encontrar ideas un poco descabelladas e imposibles de tomar ala praeña lo que es indispensable es tomar decisiones rápidas. La arquitectura del sistema financiero internacional está siendo reforzada con medidas que incluyen una mayor transparencia de información, el fortalecimiento de los sistemas financieros nacionales, una re evaluación de los regímenes cambiarios, la creación de líneas de crédito para evitar contagios y la mayor dotación de fondos para el propio FMI. El debate se centra ahora en dos líneas de actuación: la liberalización ordenada de los mercados de capitales y la participación del sector privado en la resolución de las crisis.

4.3 Principales medidas para la Reforma

La explosión y sobre todo la volatilidad de los movimientos de capital han sido declaradas culpables de las recientes crisis. Incluso el propio FMI ha llegado a afirmar que los controles sobre las entradas de capital podrían ser útiles en algunos países. Considera que una apertura demasiado rápida al mercado internacional puede ser peligrosa, sobre todo si los sectores financieros son trágales y no están supervisados suficientemente. La eficacia de estos controles está lejos de ser demostrada. Pero además, estas medidas implican un grado de intervencionismo que provoca distorsiones en la asignación de recursos y reduce significativamente la transparencia. El remedio, por tanto, podría ser peor que la enfermedad.

La colaboración del sector privado en la resolución de la crisis también ha sido motivo de discusiones intensas. Se ha convertido en doctrina oficial que el sector privado asuma parte de la carga de un plan de rescate a un país deudor o, de lo contrario, se estaría creando un problema

de riesgo moral que permite a los acreedores ignorar el verdadero riesgo de prestar a países emergentes. El Institute of International Finance ha calculado que la crisis asiática y rusa han resultado en pérdidas de US\$ 240 mds para los inversores y de US\$ 60 mds para los bancos. Obligar a los acreedores privados a asumir pérdidas aún mayores puede acabar marginando aún más precisamente a los países más necesitados del acceso a los mercados de capitales internacionales. Alcanzar un equilibrio entre riesgo y rentabilidad es el objetivo de toda buena supervisión financiera.

4.3.1. *El Fondo Monetario Internacional*

El FMI ha promovido la reforma de la arquitectura del sistema financiero internacional. **Las reformas persiguen un triple objetivo no siempre compatible:** reducir los riesgos derivados de las insuficiencias y debilidades del marco institucional internacional; atenuar las consecuencias negativas de la volatilidad de los flujos de capitales; y facilitar el acceso a los mercados internacionales de capital a los países emergentes. Se han puesto encima de la mesa tres tipos de medidas.

Medidas preventivas:

- ▶ Mejorar la información y transparencia de los sistemas financieros domésticos mediante la aplicación de códigos de buenas prácticas y estándares internacionales.
- ▶ Fortalecer los sistemas financieros a través de la mejora de la supervisión y de los estándares de contabilidad, auditoría, etc. El Banco Mundial y el FMI están desarrollando un programa conjunto de evaluación de los doce sistemas bancarios más vulnerables, que incluye asistencia técnica "in situ".
- ▶ Disminuir la vulnerabilidad a la volatilidad de los flujos de capitales, mediante una gestión adecuada de la deuda externa, una liberalización ordenada de los mercados de capitales, políticas cambarias que no acrecienten la inestabilidad y la nueva línea de crédito contingente como último recurso. Parece haberse registrado un cambio significativo, y polémico, en la posición del FMI respecto a los controles a la entrada de capitales, que ahora se aceptan transitoriamente como un mal menor.

Medidas para facilitar la resolución de las crisis:

- ▶ Mejoras en la legislación sobre la libre competencia y en la regulación de las quiebras y suspensiones de pagos para asegurar su aplicación judicial efectiva.
- ▶ Cláusulas de mayoría en los contratos de bonos que faciliten una resolución ordenada de la crisis de pagos y eviten el bloqueo a una solución negociada.

► Incorporación del sector privado en la resolución de las crisis para limitar el riesgo moral, y fortalecer la disciplina de mercado.

• *Medidas para responder a la dimensión social de las crisis financieras*, estrechando la colaboración con el Banco Mundial (ver discusión sobre Iniciativa HIPC).

Cabe destacar, por ejemplo, el desarrollo de nuevos estándares comunes de información y la creación de la Línea de Crédito Contingente. El propio FMI ha iniciado una política de transparencia informativa, poniendo gran parte de su análisis a disposición de los interesados.

En materia de regulación y supervisión financiero se ha creado un **Fórum de Estabilidad Financiera** para estrechar la colaboración entre el Comité de Basilea, el Banco Mundial, el Comité Internacional de Estándares Contables (IASB) y la OCDE. - La discusión sobre los controles de capital no ha concluido y se siguen analizando casos concretos de aplicación de los mismos, y formas de monitorizar los flujos de capital, en particular del sector privado.

El papel del sector privado en la resolución de las crisis y, en concreto, las medidas para facilitar la reestructuración ordenada de la deuda con acreedores privados **aparecen como el punto donde es más difícil compaginar los distintos objetivos**. Se corre el peligro de afectar seriamente el flujo de capitales privados a las economías emergentes, máxime en un entorno de tipos de interés al alza.

4.3.2 El Fondo Como Prestamista De Última Instancia

Hay una discusión sobre el papel del propio FMI. Algunos proponen hacer al Fondo prestamista internacional de última instancia. Consideran que en un mundo de flexibilidad cambiaria y plena libertad de movimientos de capital, ciertas economías pueden verse injustamente afectadas por ataques de pánico en los mercados financieros internacionales.

Estos ataques hacen que países que están relativamente sanos estructuralmente pierdan reservas y sufran caídas de su tipo de cambio que acaban trasladándose a la economía real en forma de recesión económica. Un prestamista de última instancia actuaría como los bancos centrales nacionales y proveería liquidez a estos países cuando se seca la financiación privada. Así se limitarían las consecuencias de una crisis financiera sobre la economía real.

Otros consideran imposible que el FMI consiga los fondos necesarios para adoptar el papel de prestamista. En primer lugar, porque los fondos que pudiera aportar el FMI siempre serían insuficientes al lado de la dimensión que pueden alcanzar los flujos de capitales en el mundo actual.

En segundo lugar, porque el papel de prestamista del FMI estaría condicionado a que los países aceptaran *ex-ante* una mayor supervisión y disciplina, impuestas por el propio FMI o el Banco Mundial, y a que el FMI tenga capacidad para emitir algo parecido a las circulantes del Banco de México y que éstas fueran de obligatorio cumplimiento. Esta aceptación no sería fácil de conseguir.

Un prestamista de última instancia requiere, además, capacidad para imponer sanciones a los gobiernos (países) que incumplan sus compromisos. La cesión de soberanía implícita resulta inimaginable.

Otra propuesta que se ha planteado es la de fusionar parcialmente el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, para que sea solamente una la institución que supervise y regule el sistema económico mundial. Esta institución deberá estar sujeta a una evaluación externa, y dar cuenta públicamente de sus actuaciones y recomendaciones de política.

Esta fusión implicaría cambios profundos en la forma de funcionamiento y financiación de ambas instituciones. Por ejemplo, el FMI tiene prohibido acudir a los mercados privados de capitales; no es un banco sino un fondo con capital circulante, en el que participan sólo los gobiernos o bancos centrales de los países miembros.

4.3.3. La Reforma De La Iniciativa Para Los Países Pobres Muy Endeudados (HIPC)

La Iniciativa HIPC ("Highly Indebted Poor Countries") nació en 1996 como un proyecto conjunto del Banco Mundial y del Fondo Monetario Internacional. Su objetivo es prestar ayuda a países que aplican programas de ajuste y de reforma económica respaldados por ambas instituciones, pero para los que los mecanismos tradicionales de alivio de la deuda externa son insuficientes.

Esta iniciativa pretende reducir la carga de la deuda externa a un nivel que no ponga en peligro la viabilidad de un crecimiento sostenido mediante la condonación parcial de la deuda de todos los acreedores, incluidos las propias instituciones multilaterales de crédito. Los países participantes pueden lograr una reducción de hasta el 80% de la deuda oficial (con gobiernos) y los organismos multilaterales complementarán esta reducción para que el valor presente del ratio deuda/exportaciones se sitúe en el 200%-250%.

Hasta el momento, el FMI y el Banco Mundial han analizado doce países que buscan acogerse a esta iniciativa. Diez de ellos han sido incluidos en el programa y ya se ha aprobado la asistencia a siete por un total de US\$3,1 mds en valor neto actualizado, lo que supone un ahorro de unos US\$6,1 mds en el servicio nominal anual de la deuda (ver cuadro). La inclusión de Etiopía y Guinea-Bissau está paralizada por los conflictos armados que están teniendo lugar en ellos.

A lo largo de 1999, numerosas organizaciones internacionales no gubernamentales han planteado dudas sobre la eficacia de la Iniciativa HIPC como medio para apoyar el crecimiento y la reducción de la pobreza. La desaceleración de la economía mundial y la caída de los precios de las materias primas han empeorado el panorama de los países más pobres e incrementado la carga financiera de la deuda externa. Como resultado, ha aumentado también el coste potencial de la Iniciativa HIPC para los donantes.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

Las críticas al HIPC incluyen:

El proceso de cualificación es demasiado largo, seis años con un programa de reforma económica y ajuste estructural apoyado por el FMI.

Los objetivos de reducción de deuda son insuficientes (en términos de deuda/exportaciones o deuda/PIB) y no garantizan la sostenibilidad del crecimiento. - El diseño del programa HIPC no garantiza que el ahorro en el servicio de la deuda se canaliza a la reducción de la pobreza y a programas sociales.

La Iniciativa HIPC no cuenta aún con financiación suficiente. La falta de fondos será más evidente si se aprueban las medidas para reforzarla.

4.3.4. La Política Del Fmi Sobre Las Reservas De Oro

Las reservas de oro del FMI tienen un valor actual aproximado de US\$30 mds. a precios de mercado y aunque aparecen como un activo en su balance no pueden ser utilizadas en sus operaciones. Según sus estatutos, el FMI puede vender estas reservas, pero se exige el 85% del total de votos. No ha sido posible conseguir esta mayoría, dado el peligro a provocar un colapso en el mercado internacional de este metal.

Alternativamente, el FMI está considerando la posibilidad de revalorizar sus reservas de oro y utilizar las ganancias como una fuente de financiación alternativa. Con estas plusvalías se crearía un fondo de inversión, cuya rentabilidad se utilizaría para ayudar a financiar los compromisos del FMI bajo la Iniciativa HIPC.

4.3.5 La Ampliación De Capital Del Banco Mundial.

El Banco Mundial discutirá de nuevo la posibilidad de ampliar su capital para poder hacer frente a la demanda de préstamos ante futuras crisis financieras en los países emergentes.

No parece que exista un consenso suficiente entre los países industrializados para que esta propuesta salga adelante.

Los progresos hasta la fecha han sido muy modestos. La creación del Foro para la Estabilidad Financiera por el G7 y el establecimiento de las líneas de crédito contingente (CCL) en el FMI son, a todas luces, pasos necesarios pero incompletos, especialmente porque tienen algunas limitaciones importantes. En cuanto a las propuestas adicionales, me encuentro, en general, muy escéptico sobre su viabilidad, por carecer de realismo político, por ser técnicamente impraecables o por su inutilidad. Considero que, en aras de la prevención de las crisis, es necesario sin duda mejorar la información sobre la situación económica y financiera de gobiernos, bancos y empresas, fortalecer la supervisión y regulación de los mercados financieros nacionales y propugnar la flexibilidad de los tipos de cambio. Además, propongo igualmente tres líneas de defensa, acordes con la propuesta de Barry Eichengreen

4. EL PLANTIAMIENTO DE LA NUEVA ARQUITECTURA FINANCIERA INTERNACIONAL

- (1) establecimiento de normas financieras internacionales, a través de la condicionalidad del FMI;
- (2) mejor gestión bancaria de los riesgos de crédito y de tipo de cambio, junto con una más activa supervisión y regulación; y
- (3) impuestos o límites a las entradas de capital a corto plazo, especialmente a los préstamos bancarios, al estilo de los controles que Chile estableció entre 1991 y 1998.

Con todo, es muy posible que existan medidas realistas, adicionales a las aceptadas por Eichengreen, que no conviene descartar de entrada. La regulación de las inversiones en cartera, la restricción en el uso de productos derivados, las modificaciones en los contratos de bonos, la implicación del sector privado con líneas contingentes de crédito, la reforma radical del FMI, las cláusulas de suspensión temporal de pagos y la coordinación de tipos de cambio y de políticas macroeconómicas, son medidas, todas ellas, que presentan ciertamente importantes obstáculos políticos y técnicos, aunque seguramente éstos no sean insuperables.

A fin de cuentas, los problemas de la nueva arquitectura financiera internacional son similares a los de la mayoría de los asuntos económicos. Estos , afectan a intereses determinados, relaciones de poder, etc.. La evolución de la Nueva Arquitectura en los próximos años dependerá por tanto de la voluntad política de los organismos y foros internacionales (FMI, Banco Mundial, G7, G20, etc) y de los gobiernos nacionales

CAPITULO 5
CONCLUSIONES

UNA LUZ ENTRE LAS SOMBRAS
CRISIS Y GUERRAS
FINANCIERAS

CAPITULO 5.

CONCLUSIÓN

CRISIS Y GUERRAS FINANCIERAS

5. CONCLUSIONES A LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL

A medida que los mercados financieros caen y las economías nacionales se hunden en la recesión, queda claro que la crisis iniciada en el sudeste de Asia se ha convertido en una crisis económica mundial. El FMI, con su campaña por la desregulación del flujo internacional de capitales, incitó las actividades especulativas de los administradores del dinero mundial, que realizaron una enorme contribución a esta catástrofe. Tras haber cercenado la capacidad de los gobiernos nacionales de responder efectivamente a tal "guerra financiera", esas poderosas fuerzas intentan lograr un control aun mayor de las instituciones de Bretton-Woods y un papel más directo en la determinación de la situación financiera y económica internacional.

La humanidad experimenta en la posguerra fría una crisis económica sin precedentes que conduce al rápido empobrecimiento de enormes sectores de la población mundial. La caída de las monedas en casi todas las regiones del mundo contribuyó a desestabilizar las economías nacionales y precipitar a países enteros en una pobreza abismal. La crisis no se limita al sudeste asiático ni a la ex Unión Soviética; el colapso tiene lugar abrupta y simultáneamente en varios países.

Esta crisis mundial de fines del siglo XX fue más devastadora que la Gran Depresión de los años 30, por sus implicaciones geopolíticas de largo alcance. Los trastornos económicos han sido acompañados por el estallido de conflictos regionales, la fractura de sociedades y en algunos casos la destrucción de países enteros. Se trata, por lojos, de la crisis económica más grave de la historia moderna.

Sin embargo, la prensa occidental desmiente la existencia de una "crisis financiera mundial"; sus efectos sociales son minimizados o distorsionados, e instituciones internacionales, incluida la Organización de las Naciones Unidas (ONU), niegan la creciente ola de pobreza mundial: "El progreso registrado en la reducción de la pobreza a fines del siglo XX es extraordinario y sin precedentes". La idea consensual es que la economía occidental es "saludable" y que las "correcciones de mercado" de Wall Street son atribuibles a la "grape asiática" y a la problemática transición de Rusia hacia una economía de libre mercado.

A. Los hechos

Obviamente la crisis asiática tiene su manifestación más clara, más palpable, en la abrupta caída, en la brusca depreciación de las monedas de estos países. La crisis cambiaria explotó en Tailandia en julio de 1997 y rápidamente golpeó a Indonesia, Filipinas y Malasia (Anexo Gráfico 1). Las depreciaciones monetarias persistieron hasta agosto y el contagio se expandió primero a las bolsas de valores de estos cuatro países y luego al resto de Asia: Corea del Sur, Taiwan, Hong Kong y Singapur (Anexo Gráfico 2). Entretanto, las monedas de otros países emergentes, incluyendo el real brasileño, comenzaron a verse atacadas, desencadenando caídas en las bolsas de valores locales. La primera ola de contagio financiero llegó al punto culminante el 23 de octubre, cuando el ataque especulativo contra el dólar de Hong Kong —que finalmente no tuvo éxito— empujó los mercados globales de acciones a una situación de caída libre, y se tradujo en un alza espectacular de los *spreeds* de los títulos "emergentes", en particular de los títulos de deuda de los países asiáticos (Anexo Gráfico 3). Durante noviembre y diciembre, la situación de Corea del Sur e Indonesia —al borde del *default*— afectó intensamente a las bolsas de valores globales. Si se toma en cuenta la situación de las monedas del conjunto de los países emergentes, se verifica algo obvio: el epicentro de la crisis se concentró en la región asiática. En efecto, las caídas más pronunciadas entre las unidades monetarias de los países emergentes se registraron en Asia (Anexo Gráfico 4). La más golpeada, la rupia indonesia, perdió más de 65% contra el dólar USA entre el 1° de julio de 1997 y el 15 de enero de 1998, seguida por el baht tailandés, que bajó 51%. El peso filipino y el ringgit malasio han sido los menos afectados, con una depreciación de "sólo" 40%. El won coreano se deslizó 47%. El dólar taiwanés y el dólar de Singapur perdieron 18% mientras que el yen se debilitó 12% contra el dólar USA. En el resto del mundo emergente, la situación es menos clara. Algunas monedas han soportado presiones directamente generadas por la crisis, al precio de alzas drásticas en tasas de interés y de una caída de reservas internacionales (por ejemplo, en Rusia). En otros casos, como en Brasil, la crisis ha originado también importantes trastornos macroeconómicos. En otros países, la crisis ha tenido un impacto menos identificable, debido a factores locales tales como la crisis política en la República Checa o el régimen cambiario en vigor en Europa central/oriental, un deslizamiento lento (*gradual step*) respecto de una cesta de divisas que incluye el marco alemán.

En cambio, en las bolsas de valores la crisis asiática tuvo un impacto más amplio (Anexo Gráfico 5). Muchos mercados se vieron afectados por la baja repentina de los flujos de capitales en agosto, luego por el derrumbe generalizado del 23 de octubre, y finalmente por los nuevos ataques especulativos de enero de 1998. Desde el 1° de julio de 1997 al 16 de enero de 1998, las correcciones más agudas sucedieron naturalmente en los mercados asiáticos. La más dramática de este período fue la caída vertiginosa de 50% del índice local de Kuala Lumpur, seguida de pérdidas en Yakarta (45%), Hong Kong (43%), Manila (39%), Seúl (30%) y Bangkok (30%).

En el caso de Bangkok, no obstante, la caída del mercado después de julio prolonga una declinación gradual desde mediados de 1995, colocando la baja total del índice desde el 1° de enero de 1997, en más de 50%. Las bolsas de valores de Taiwan y Singapur también se vieron afectadas, bajando 15% y 38%, respectivamente; la mayor parte de la pérdida de Singapur ocurrió en enero de 1998. Además, la crisis ha afectado fuertemente a los otros mercados de acciones ordinarias (*equity markets*) emergentes (Anexo Gráfico 5); mucho más que a los

mercados estadounidense y europeos: las acciones ordinarias (*equities*) en América Latina (excepto en México) y en Sud África cayeron más de 20% en el período, seguidas de Rusia (18%) y de Polonia (11%). En los mercados internacionales de títulos de la deuda (eurobonos y Brady), el impacto quedó confinado, durante el verano boreal, a los países directamente involucrados en las crisis cambiantes y a Corea del Sur. A pesar de la tormenta en los mercados cambiantes y de acciones, el volumen de préstamos a los países emergentes en el mercado de eurobonos se mantuvo elevado hasta septiembre. Con algunas excepciones, el mercado internacional de títulos de deuda pública de los países emergentes se mantuvo en su tendencia de 1996 hasta mediados de octubre de 1997 (Anexo Gráfico 6). Las *spreads* de eurobonos soberanos denominados en dólares de los cuatro países de la ASEAN *Asociación de Naciones del Sudeste Asiático* (Indonesia, Malasia, Filipinas y Tailandia) se mantuvieron apenas por encima de los 100 puntos de base (Anexo Gráfico 3).

La prima de riesgo promedio en los Brady sobre bonos T USA de la misma fecha pasó de 530 puntos de base en enero de 1997 a 318 puntos de base a principios de octubre del mismo año.

La gran ruptura en esta tendencia produjo el 23 de octubre, cuando los inversionistas del mundo entero iniciaron un vasto movimiento de *flight to quality*, la huida de los capitales de los mercados emergentes hacia valores más seguros aunque menos rentables. Más de un año de convergencia en materia de *spreads* se esfumó en menos de una semana. En el mercado secundario, las primas de riesgo de 3 a 6 años en eurobonos soberanos subieron de 100 a 350 puntos de base. La prima de riesgo promedio de los bonos Brady se amplió a 600 puntos de base. Los mercados primarios pronto se encogieron y las emisiones programadas con antelación –por Argentina, las provincias y regiones rusas, y otros– fueron pospuestas.

La segunda ruptura en la tendencia ocurrió a mediados de diciembre cuando se intensificó el pánico de los inversionistas ante el incremento del riesgo de *default* de algunos países (Corea e Indonesia). Continuaron ampliándose las primas de riesgo de los bonos de mayor riesgo (América Latina y Rusia), mientras que los *spreads* de Indonesia y Sudcorea alcanzaron niveles cercanos a los de los Brady durante la crisis mexicana –más de 1.000 puntos de base.

En resumen, a partir de octubre de 1997, con el incremento de los *spreads* de los eurobonos y de los bonos Brady, se produce un cambio significativo en la situación de los países en desarrollo que acceden a los mercados financieros internacionales. Esto se advierte en el Anexo Gráfico 7 que pone en evidencia la relación entre las primas de riesgo y las notas de las agencias calificadoras de riesgo (promedio de *Mooch's* y *Standard & Poor's*). Allí se ve como se pasa de la situación de junio del 97, en la que se advierte una curva bastante chata, a la de enero de 1998, que se caracteriza por una curva de pendiente mucho mayor. Esto expresa el incremento de los *spreads*, en promedio, para el conjunto de los países emergentes.

B. Las causas de la crisis

¿Cuáles son las causas más profundas de la crisis? También aquí se va a proceder de modo bastante telegráfico, para cumplir con el objetivo de no sobrepasar demasiado los tiempos acordados.

Primera cuestión importante: la crisis asiática golpea economías –y esta una diferencia significativa respecto a la crisis tequila–, que se caracterizaban por una fuerte tasa de

crecimiento; no era éste el caso de México, caracterizado por un crecimiento mediocre desde el comienzo de los planes de estabilización conocidos como Pacto de Solidaridad, a partir del 87-88, hasta la crisis cambiaria y financiera de diciembre de 1994. Pero en el caso asiático el crecimiento era crecientemente desequilibrado en la medida en que estaba generando déficit de cuenta corriente cada vez más significativos. De todos modos, se trataba de economías que gozaban de una gran credibilidad, puesto que —y ésta es otra diferencia importante respecto de México— los niveles de endeudamiento externo público de estos países, antes que la crisis se produjera, eran sumamente débiles.

Entonces, economías que tenían fuerte crecimiento y que podían permitirse, en principio, déficit de cuenta corriente crecientemente elevados, puesto que después de todo no había el fardo de una deuda pasada, que comprometiera la percepción, la credibilidad de estos países. Esta característica les permitía un margen de manobra mayor para acumular déficit, frente a países que están caracterizados por indicadores de endeudamiento elevados, como son esencialmente los de América Latina. Otro factor que contribuirá a generar el conjunto de desequilibrios y de situaciones explosivas que caracteriza la crisis es que las economías asiáticas, o la mayor parte de ellas, adoptan regímenes de cambio de tipo fijo o flotante controlado que, en el marco de una gran abundancia de liquidez internacional, favorecieron una apreciación real, cada vez mayor, de las monedas de estos países.

En este marco, la entrada masiva de capitales externos va de la mano con una situación de recalentamiento de las economías, que tiene como consecuencia una alimentación o una retroalimentación del fenómeno de aumento de los déficit corrientes. Pero esto no era visto como algo problemático, puesto que el déficit de cuenta corriente de los países emergentes era sobrecompensado por el abundante financiamiento externo que estas economías recibían, lo cual a su vez generaba nuevas presiones hacia la apreciación real de las monedas, fenómeno que en parte también observamos de manera nítida en el caso de varias economías latinoamericanas.

En definitiva, la abundancia de liquidez global, junto con las paridades fijas o quasifijas, fomentó afluencias masivas de capital sin riesgos cambiarios aparentes en el conjunto de los países emergentes (Anexo Gráfico 8). En el caso de los países asiáticos, las robustas tasas de inversión, el fuerte crecimiento, el bajo endeudamiento externo público y la ausencia de déficit fiscales fueron percibidos como factores virtuosos que inhibieron mayores preocupaciones respecto a los desequilibrios externos reales y potenciales. La expectativa de un crecimiento firme y sólido impulsado por la inversión y la exportación indujo un aumento del ahorro doméstico y extranjero que contribuía, a su vez, a financiar inversiones que, se suponía, debían estimular adicionalmente el crecimiento. Este proceso autónomo podría haber durado si no hubiera llevado consigo el germen de desequilibrios cada vez más importantes.

•Primero, la entrada masiva de capital externo impulsó las economías, como ya se indicó, hacia una situación de recalentamiento. A pesar de que varios bancos centrales intentaron aplicar políticas orientadas a contrarrestar los efectos de la afluencia excesiva de capitales y evitar una mayor apreciación de sus monedas, lo cierto es que, al no poder restringir de modo significativo el aumento de la liquidez de la economía ni el crecimiento del crédito, las autoridades no tenían forma de contener la demanda, que se tornaba cada vez menos dependiente del gasto público. En una economía en auge con muchos cuellos de botella — como el mercado laboral y la infraestructura— cualquier exceso en la demanda naturalmente

dispara las tensiones inflacionarias. Así, la apreciación de tasas de cambio reales en muchas economías emergentes (Anexo Gráfico 9) empezó a tener un fuerte impacto en el desempeño del comercio. En los países asiáticos, donde la divisa de referencia principal era el dólar, la situación se agravó con el alza de la moneda estadounidense contra el yen y el marco desde mediados de 1996. El impacto en el deterioro de la cuenta corriente se sintió ya en 1995 —un año de déficit récord en Asia. Pero los signos de una disminución en exportaciones se hicieron más notorios en 1996. Para las economías de ingresos medios emergentes (los 4 de ASEAN) y los tigres asiáticos (Corea del Sur, Tailandia, etc.), la situación se agravó en 1996 debido a una desaceleración repentina en el mercado de la electrónica. Simultáneamente, el crecimiento del poder adquisitivo del dólar, más la fuerte demanda de bienes de consumo y de capital, desencadenaron una oleada de importaciones. Los déficits comerciales empezaron a aumentar peligrosamente.

•Segundo, el rápido desarrollo de las economías asiáticas emergentes, junto con prácticas financieras poco controladas, originaron burbujas especulativas en bienes raíces, acciones ordinarias y otros valores. Algunas burbujas se alimentaron directamente de afluencia de capital externo que, a lo largo de los años, pasó de la inversión directa a la inversión en cartera o los depósitos bancarios a corto plazo. Los amplios diferenciales de las tasas de interés contra las divisas fuertes, en especial el yen, generaron fenómenos: grandes flujos especulativos a corto plazo hacia los bancos locales, donde el riesgo cambiano percibido era bajo. En el transcurso de pocos años, las economías con baja deuda externa —Tailandia, por ejemplo— desarrollaron fragilidades financieras graves, tales como fuerte deuda privada a corto plazo, una burbuja a nivel de los bienes raíces, etc. Esta fragilidad empeoró debido a que, en un marco de liberalización financiera, el régimen prudencial de los intermediarios (bancos y compañías financieras) era de baja restricción, estimulando inversiones que “prometían” elevados rendimientos a corto plazo, pero que eran de altísimo riesgo. Y con esto aparece un nuevo ingrediente, un ingrediente de consideración para explicar la importancia de la “conflagración”: los bancos domésticos van a acudir masivamente —para alimentar la burbuja especulativa interna, particularmente en los mercados accionario e inmobiliario—, a un creciente endeudamiento externo de corto plazo, privado —esto es muy relevante— que va a jugar un rol de primer orden en el fenómeno de contagio que se va a producir ulteriormente.

En este marco, los temas de mayor preocupación eran la persistencia de los déficits de cuenta corriente (Anexo Gráfico 10) y el mantenimiento de su financiación, en especial en caso de modificación brusca de las expectativas. No obstante, muchos observadores consideraban razonable que una economía emergente de alto crecimiento tuviera un déficit externo grande durante la fase de *catch up*, debido a las importaciones de bienes de equipo y materias primas, y a la brecha entre el ahorro nacional y los requerimientos de inversión doméstica.

Este tipo de análisis impidió que se adoptaran medidas de corrección. La multiplicación de señales de alarma debería haber desencadenado una reacción de las autoridades, pero, en la mayoría de países, éstas permitieron que la presión se acumulara en un ambiente financiero internacional acomodaticio. Hasta que la financiación del déficit externo se convirtió en una espiral desenfrenada.

C. Efectos de contagio: el predominio de los factores financieros

En algunas economías, por lo tanto, una crisis cambiaria parecía resultar la única salida lógica ante las tensiones acumuladas. Aun así, no puede culparse a los factores descritos arriba de *todas* los aspectos de la crisis.

El primero de dichos aspectos es sin duda el alcance y la duración del proceso devaluatorio, aun para las economías asiáticas que tenían necesidad obvia de un ajuste de paridad. El segundo aspecto es el efecto del contagio, difícil de explicar sólo por problemas de competitividad y desequilibrios externos considerados "caso por caso".

El parecido superficial de los síntomas de recalentamiento de los cuatro países de la ASEAN proporcionó una explicación fácil del rápido contagio que se produjo. Un examen más detallado, no obstante, muestra que las características de las cuatro economías eran a veces fuertemente divergentes y no debieron haberse amalgamado tan ligeramente. Por ejemplo, el déficit de cuenta corriente de Malasia era financiado completamente por inversiones directas extranjeras.

Otro argumento a menudo presentado para explicar el contagio de ataques especulativos es que los países de la ASEAN de ingreso medio son rivales comerciales, y que ninguno habría sido capaz de hacer frente a una fuerte apreciación —de 30 a 40%— de su moneda respecto de las de sus vecinos. La autoridades monetarias de algunos países, se observa, deliberadamente dejaron desbaratar sus tasas de cambio. Aun cuando la devaluación competitiva puede de hecho ser responsable parcial del efecto del contagio, este argumento no puede aplicarse a los países que no estaban en competencia directa con los cuatro de la ASEAN —sea por motivos geográficos (América Latina, Europa central/oriental) o por diferencias en cuanto al perfil de especialización (los tigris o dragones asiáticos como Corea). Además, la devaluación competitiva no puede explicar la persistencia de las crisis cambiarias de los cuatro países de la ASEAN varios meses después del paso a tasas flotantes.

En el caso de los países cuyos desequilibrios requerían un cierto grado de ajuste de la paridad, las monedas bajo regímenes de flotación dirigida (bandas de fluctuación o *pegs de facto*) se vieron naturalmente atacadas y no resistieron. Pero, al final, los ataques especulativos golpearon a casi todas las flotaciones dirigidas y a los regímenes de tasas de cambio fijas, sin tomar en cuenta la diversidad de las situaciones macroeconómicas ni las reservas disponibles en divisas extranjeras.

La crisis por lo tanto, puso de manifiesto la profunda asimetría entre la fuerza del mercado (ejercida por los fondos especulativos o *hedge funds*, los fondos de inversión y de pensión, y los bancos internacionales) y el poder de las autoridades monetarias nacionales. Las reservas acumuladas para creditibilizar las políticas cambiarias en vigor, que eran juzgadas excesivas antes de la crisis, resultaron ser realmente magras en comparación con los volúmenes en juego. Bajo estas circunstancias, la especulación contra divisas *pegged* se consideró por un tiempo como "algo gratis" otorgado por los bancos centrales. No es de sorprender, por lo tanto, que las crisis cambiarias revivieran el debate sobre si la convertibilidad total en un sistema de tasas de cambio fijas es algo bueno. Por ejemplo, el régimen cambiario de China, que incluye controles sobre los movimientos de capital y una convertibilidad limitada del yuan, no se vio atacado. ¿Deberían, entonces, considerarse las duras negociaciones entre los gobiernos asiáticos y el

Fondo Monetario Internacional para explicar la reacción exagerada de los mercados de divisas? En julio, la renuencia de Tailandia a cumplir con las directivas del FMI desencadenó varias alzas y bajas pasajeras en los mercados. En Corea del Sur, los mismos titubeos y la volatilidad del mercado resultante se exacerbaron con la inminencia de la elección presidencial en el momento de las conversaciones con el FMI, y por el cambio en la mayoría política que siguió.

El orgullo nacional ciertamente jugó un papel en las complejas negociaciones entre estados soberanos y el FMI. Después de todo, ¿cómo podían países considerados hasta hace poco los alumnos "estrella" de la clase emergente (Corea del Sur se incorporó a la OECID —*Organización para la Cooperación Económica y el Desarrollo*— en diciembre de 1996) y con deudas externas soberanas mínimas, aceptar con calma que los trataran como deudores dudosos? La amarga medicina del FMI incluía medidas tales como un aumento en los impuestos al consumo, el cierre de bancos y compañías financieras insolventes y la apertura de capital corporativo y bancario a los no residentes. En términos políticos, estos remedios eran difíciles de digerir: dieron lugar a la renuncia del primer ministro tailandés, a una escalada de retórica en la campaña electoral de Corea del Sur y a disturbios sociales y una grave crisis política en Indonesia.

El consenso de los países asiáticos alrededor del plan de intervención de las autoridades japonesas (o aun de las autoridades chinas, en el caso de Tailandia) y, más tarde, sobre el proyecto de crear un fondo monetario asiático es también sintomático de la aversión a la interferencia del FMI en sus economías. Además, los planes coordinados por el FMI se percibieron como equivocados e inadecuados para las economías y situaciones financieras locales. En el caso de Tailandia, rápidamente quedó claro que las condiciones presentadas por el paquete de rescate del FMI —austeridad fiscal, aumento del IVA, política monetaria restrictiva— no resolverían ni la crisis de liquidez ni el problema del endeudamiento de las compañías financieras. En el caso de Corea de Sur, el paquete del préstamo fue considerado rápidamente demasiado pequeño para cubrir los pagos de la deuda externa a muy corto plazo. En todos los casos, las reticencias frente al FMI tenían mucho que ver con el hecho de que se lo consideraba incapaz de hacer frente a una crisis de deuda externa privada (y no pública).

En realidad, el motivo principal del contagio en la mayoría de las economías afectadas fue su patrón de financiamiento externo, que había dado lugar a un crecimiento vertiginoso de la deuda privada de corto plazo. Esto unido a un comportamiento de manada, de rebaño, de los inversores internacionales. Empezó a decirse que si Corea tiene problemas esto puede afectar Indonesia, etc., etc. A pesar —y esto lo observo de manera bastante directa— del material sofisticado del que se dispone en términos de análisis de riesgo en las plazas financieras internacionales, en realidad muchas veces se hace lo que el "vecino" (es decir las otras instituciones financieras) parece que está haciendo que hay que hacer, lo cual genera un efecto en cascada en un tipo de actividad económica que es la actividad financiera, donde finalmente lo que predomina es el horizonte de corto plazo: cómo aprovechar rápidamente las oportunidades más rentables o cómo disminuir las pérdidas eventuales en caso de cambios bruscos de las expectativas y de modificación de la situación del mercado.

Pero veamos de modo preciso cómo operaron los principales mecanismos de contagio. Los sistemas de tasa de cambio fijas —algunos de ellos en vigor durante más de una década— fueron

un incentivo poderoso para que los emisores privados de los países emergentes pidieran préstamos a plazos cortos en divisas fuertes sin preocuparse por el riesgo cambiario.

Hubo un argumento de peso en favor de las deudas de menos de un año: las tasas de interés a corto plazo eran más bajas y las primas de riesgo a corto plazo eran, también, más pequeñas. En Tailandia y en Corea del Sur, estos factores indujeron un alza brusca de la deuda bancaria externa a corto plazo. En Indonesia, las grandes corporaciones empezaron a pedir fuertes préstamos en el mercado euro de papel comercial en enero de 1997. Para estos tres países, y para otros también, la rápida expansión de la deuda externa a corto plazo contribuyó de forma decisiva a debilitar las economías antes de la crisis y, luego, al despliegue de la propia crisis. Antes de los ataques especulativos, el volumen de la deuda con vencimiento a menos de un año era igual a o mayor que las reservas oficiales en divisas extranjeras en Tailandia, Indonesia y Corea del Sur. Después de la flotación del baht, en julio de 1997, las tasas de cambio de las monedas que antes se crecían firmemente pegadas, empezaron a oscilar también. Muchos bancos y empresas locales se percataron repentinamente de su exposición al riesgo cambiario. Naturalmente buscaron cubrir sus deudas en divisas extranjeras, aumentando con ello el movimiento creado por los especuladores.

La cobertura de deuda a corto plazo por prestatarios privados explica en gran parte por qué los mercados de divisas reaccionaron exageradamente y por qué las autoridades monetarias tuvieron problemas para parar la depreciación de sus monedas. Cuando la depreciación llegó a un cierto nivel, algunos prestatarios corrieron a compensar causando un fuerte deslizamiento de la moneda y precipitando la necesidad de cubrirse. Este tipo de conducta fue responsable de la caída de la rupia a finales de septiembre. También explica por qué el contagio se extendió a países con déficit moderados en cuenta corriente. Finalmente, explica el impacto menor en países que estructuralmente estaban más endeudados que las naciones asiáticas golpeadas por la crisis monetaria, pero tenían un cronograma de vencimientos más manejable. Este grupo incluye a Argentina, Brasil, Hungría y, en menor grado, Filipinas (Ver Anexo Gráfico 11).

A finales de octubre de 1997, con el ataque especulativo al dólar de Hong Kong, el contagio tomó otra dimensión. Hong Kong clasifica séptimo entre los mercados financieros mundiales y quinto a nivel de los préstamos bancarios en divisas. El colapso de su bolsa de valores se extendió como reguero de pólvora a través de los mercados de acciones ordinarias –tanto emergentes como no emergentes. El contagio fue impulsado, además, por el miedo a una acentuación de la recesión en Asia, suscitado por las tasas de interés más elevadas y los mayores ajustes en los países golpeados por la crisis. Otros factores puramente financieros jugaron un papel también, tales como la necesidad de cubrir las pérdidas en un mercado mediante ventas en otro, y tomar beneficios antes de fin de año en mercados que proporcionaban fuertes ganancias.

A medida que el riesgo percibido escalaba, el *crash* de Hong Kong ocasionó una fuga global hacia la calidad. Mientras el fenómeno duró poco en las bolsas de valores desarrolladas, persistió en los países emergentes, en especial en los títulos de deuda internacionales. La pronunciada alza en las primas de riesgo y el cierre virtual del mercado primario hicieron que la crisis se extendiera a la mayoría de los países emergentes. El contagio reavivó algunas cenizas – Corea del Sur, Tailandia y la República Checa– y ayudó a encender nuevos fuegos: la venta de bonos del tesoro rusos (GKO) por bancos sudcoreanos y japoneses, que eran actores clave en este mercado, agravó los problemas financieros del gobierno de Rusia.

D. Reflexiones sobre las enseñanzas de la crisis asiática

Es difícil extraer lecciones definitivas de un proceso que aún no ha concluido y que, además, engloba, como ya se dijo, situaciones disímiles. Sin embargo, es posible realizar algunas reflexiones de carácter general a dos niveles.

Estos dos niveles, que son el de la dinámica financiera internacional y el de la políticas macroeconómicas y de desarrollo, han sido presentados a menudo como antinómicos en las discusiones académicas sobre la crisis asiática. Algunos, como Jeffrey Sachs, sostienen que la crisis resulta principalmente de un fenómeno de pánico financiero internacional, en el que los inversores abandonaban los países afectados al ver que los demás inversores huían. Otros, como Paul Krugman, pusieron el acento, como ya se indicó, en las fragilidades internas de los países que constituyeron el epicentro de la crisis.

De hecho, ambas interpretaciones "capturan" una parte de la realidad. Una configuración monetaria y financiera internacional inestable autorizó, potenció e incluso contribuyó en parte a desatar la crisis (con el alza del dólar respecto del yen y del marco) en países con elevado crecimiento y buena reputación, sin embargo, experimentaron problemas estructurales y desequilibrios macroeconómicos crecientes. La explosión abrupta de esos problemas y desequilibrios en uno de los eslabones débiles (Tailandia) puso de manifiesto las fuentes de la vulnerabilidad de otros países y suscitó un fenómeno de pánico y contagio. Este fenómeno se amplió en la medida en que el actual sistema monetario y financiero internacional no cuenta con mecanismos contracíclicos de regulación; al contrario, muchas de las instancias internacionales de peso, cuando estallan las crisis financieras de mercado (como se ha dado en llamar a estas crisis), promueven, "espontáneamente", procesos de carácter procíclico.

Veamos esquemática y sintéticamente cuáles son las primeras enseñanzas que se pueden extraer en el plano de la conducta de las políticas macroeconómicas y de desarrollo. Desde esta perspectiva, la crisis asiática enseña que en situaciones en las que se confiere una gran prioridad al crecimiento y hay un auge espectacular de la demanda interna, se produce un *boom* del consumo y de la inversión. Esto hace necesario un seguimiento del poder público, de las autoridades -aun cuando haya una intervención mucho menor desde el punto de vista productivo, directo, del Estado- de la asignación de la inversión. Si ésta da lugar a un *boom* inmobiliario y del mercado de acciones, e incluso se orienta cada vez, en el plano productivo, hacia sectores "exitosos" que pueden originar fenómenos de "sobrecapacidad", la dinámica del crecimiento tenderá a agotarse. No sólo importa que las tasas de inversión sean altas: es menester, también, que haya una buena asignación sectorial de la inversión productiva.

Cuando esto no es así (como ocurrió en los países asiáticos en la actual década), los sistemas bancarios se fragilizan. En efecto, un *boom* de la inversión con una asignación cada vez más deficiente tiene que ver, generalmente, con un financiamiento bancario muy fuerte, ligado a una débil reglamentación prudencial en un marco de creciente liberalización financiera que favorece que este proceso siga autoalimentándose. De allí que otras de las lecciones sea que los países en desarrollo deben manejar con prudencia los procesos de liberalización financiera interna y externa y dotarse de adecuadas instancias de supervisión del sistema bancario. En el caso de los países asiáticos aquí considerados, el sistema bancario pasó a depender crecientemente del *boom* inmobiliario y del mercado bursátil y tendió a contraer deudas en el

exterior. Favorecido por el carácter fijo o cuasifijo del tipo de cambio, este proceso indujo flujos de financiamiento externo cada vez más riesgosos y volátiles. Se requiere por lo tanto, aquí también, un atento seguimiento e iniciativas de parte de las autoridades (incluida la posibilidad de utilizar mecanismos "a la chilena" que desincentiven los flujos más volátiles) con el fin de evitar los *dérives* en materia de financiamiento exterior.

El tercer punto tiene que ver con el régimen cambiario y, a partir de ello, con la gestión de la competitividad de la economía. Sin entrar en una discusión sobre los distintos regímenes cambiarios posibles, es evidente que las políticas seguidas en los países asiáticos generaron una apreciación de la tasa de cambio real que acentuó el debilitamiento de la competitividad derivado del mediocre incremento de la productividad (producto de la mala asignación de la inversión en los últimos años). Esto trajo como consecuencia un estancamiento de las exportaciones que fue acentuado coyunturalmente por la apreciación del dólar y por los problemas del sector de la electrónica. Más allá de la sobrevaluación cambiaria, para algunos analistas los países asiáticos de rápido crecimiento se "dormieron en los laureles": la especialización internacional de algunos de ellos, basada inicialmente en el bajo costo de la mano de obra, estaba fundada en ventajas comparativas que se fueron deteriorando progresivamente.

Pasemos ahora al segundo nivel. La globalización de los mercados financieros. Lo que podemos decir es que las finanzas internacionales se han tomado casi irmanejables y que los próximos años estarán signados por la búsqueda de nuevas formas de regulación capaces de disciplinarla (reforma del sistema monetario internacional, quién asume el rol de prestamista en última instancia ...).

Y que, entre los numerosos tópicos que están planteados, dos han sido particularmente importantes en la crisis asiática. Se trata, por un lado, del rol del FMI y, por otro, del papel de las agencias internacionales calificadoras de riesgo.

La característica común de los tres países asiáticos para los cuales el Fondo ha coordinado operaciones de rescate es su elevada carga de deuda externa privada (es decir, de bancos y empresas), en lugar de deuda soberana, pública. El tema principal planteado por los planes de rescate del FMI es, por lo tanto, el del *moral hazard* frente a los prestatarios privados, ya que los paquetes equiparan riesgos bancarios y corporativos privados con riesgo soberano: este punto tuvo gran importancia en las negociaciones con Indonesia. Para los tres países involucrados, la falta de cláusulas de condicionalidad hechas a medida para este tipo de situación retrasó las conversaciones y aumentó los malentendidos entre las partes.

El segundo problema central es el de la naturaleza de los planes de rescate y estabilización del FMI: algunos de los aspectos de la condicionalidad no cuadran con las características de las economías asiáticas y podrían ampliar innecesariamente las tendencias a la recesión.

Esto tiene que ver esencialmente con las restricciones fiscales y monetarias que podrían resultar peligrosas en economías en las que el gasto público no fue la causa del recalentamiento. La crisis cambiaria puso de manifiesto, más bien, los comportamientos riesgosos del sector privado. En lo que respecta al estado, las carencias se situaron principalmente en el plano de la regulación. Aun cuando los últimos acontecimientos parecen mostrar que el FMI es más tolerante, en el caso de algunos países asiáticos, en materia de

déficit fiscal, parece evidente que, por las razones evocadas más arriba (entre otras), su capacidad para prevenir y administrar las crisis financieras de mercado en la actual etapa de globalización está seriamente cuestionada. Éste es un punto de controversia, pero hay evidentemente un problema en relación con el modo de intervención y las políticas del Fondo Monetario Internacional que está en el tapete y debe ser discutido como consecuencia de la crisis asiática. En otros términos, estamos en presencia de un nuevo tipo de crisis, que no es la crisis de la deuda de los 80, donde el desequilibrio externo que se traducía en un déficit de cuenta corriente importante, tenía su correlato en un déficit público significativo en la mayor parte de los países sobreindeudados. El papel de las agencias calificadoras de riesgo en la aceleración de la erosión de la confianza también exige análisis. Su comportamiento en las primeras fases de la crisis asiática —especialmente en lo que atañe a Corea del Sur— parecía confirmar su merca legendaria. En la crisis mexicana de diciembre de 1994, las agencias fueron extremadamente reacias a cambiar su clasificación de la deuda soberana a largo plazo en divisas extranjeras de México. Hasta el verano boreal de 1997, y a pesar de la repetida aparición de señales de alarma, ni Moody's ni Standard & Poor's hicieron cambios en la nota de Corea. Sin embargo, este país ya había comenzado a experimentar problemas antes del segundo semestre de 1997, en particular un agudo retroceso de las exportaciones en 1996, seguido por quiebras espectaculares a principios de 1997. Ahora bien, la reacción de las agencias en relación con Corea del Sur a fines de 1997 se ha asemejado a un ataque de pánico. A finales de diciembre de este año, Moody's recortó la clasificación soberana de Corea del Sur en seis notas, de A1 a B1, mientras que S&P la bajó nueve escalones, de A a B+.

¿Cuáles son las consecuencias de este comportamiento de las agencias calificadoras? Las violentas degradaciones de las calificaciones han agravado el problema. En la mejor hipótesis, los bruscos giros de las calificaciones de las agencias validaron las opiniones implícitas de los mercados. Al no ofrecer señales claras hacia el futuro, las calificaciones de las agencias acentuaron la incertidumbre que caracterizaba a las economías asiáticas. El análisis de este rol proclítico de las agencias calificadoras en materia de riesgo soberano es otro de los puntos en los que debe concentrarse la reflexión.

E. El concepto de la "Guerra financiera" y sus implicaciones

La lucha mundial por la apropiación de la riqueza mediante la manipulación financiera es la fuerza que impulsó esta crisis, y, por tanto, la causa del trastorno económico y la devastación social. Según el multimillonario George Soros, quien en 1992 ganó 1.600 millones de dólares con operaciones especulativas durante el colapso de la libra esterlina, "la extensión de los mecanismos de mercado a todos los ámbitos tiene el potencial de destruir la sociedad". Esta manipulación de las fuerzas del mercado por poderosos actores constituye una forma de guerra financiera y económica. Ya no hay necesidad de recolonizar territorios perdidos o utilizar ejércitos invasores. A fines del siglo XX, la "conquista de naciones" —es decir, el control sobre los activos de producción, la mano de obra, los recursos naturales y las instituciones— puede realizarse de forma impersonal desde la sala de juntas de una compañía, mediante computadora o teléfono celular. Los datos pertinentes son transmitidos inmediatamente a los grandes mercados financieros, y a menudo provocan trastornos inmediatos en el funcionamiento de las economías nacionales.

El término "guerra financiera" también se aplica a complejos instrumentos especulativos, como los derivados, las transacciones a término en moneda extranjera, las opciones monetarias, los fondos de cobertura, los fondos de índice, etc. Estos instrumentos han sido utilizados con el fin último de capturar riqueza financiera y adquirir control sobre los activos de producción. En palabras del primer ministro de Malasia, Mahathir Mohammad, "esta devaluación deliberada de la moneda de un país por comerciantes de divisas, con el único fin de obtener ganancias, constituye una negación de los derechos de las naciones independientes".

La apropiación de riqueza mediante esta manipulación de las fuerzas del mercado cuenta con el apoyo constante del FMI, que con sus letales intervenciones macroeconómicas contribuye al trastorno de las economías nacionales de todo el mundo. La guerra financiera no conoce fronteras territoriales, y no limita sus acciones a situar antiguos enemigos de la Guerra Fría. En Corea del Sur, Indonesia y Tailandia, las bóvedas de los bancos centrales fueron saqueadas por especuladores institucionales, mientras las autoridades monetarias procuraban en vano sostener sus débiles monedas nacionales. En 1997, más de 100.000 millones de dólares de las reservas de divisas de Asia fueron confiscadas y transferidas, en cuestión de meses, a manos privadas. Tras las devaluaciones, los ingresos reales y el índice de empleo cayeron en picada de la noche a la mañana, causando pobreza masiva en países que habían registrado un significativo progreso social y económico en el período de posguerra.

El desbarajuste del mercado de cambio desestabilizó las economías nacionales, creando las condiciones para el posterior saqueo de los activos de producción de los países asiáticos por los llamados "butres extranjeros". En Tailandia, 56 instituciones financieras y bancos locales fueron cerrados por orden del FMI, y el desempleo prácticamente se duplicó de un día para otro. De manera similar, en Corea del Sur, la "operación rescate" del FMI desató una serie de quiebras y provocó la liquidación directa de los "bancos mercantiles con problemas". Tras la intervención del FMI -concretada en diciembre de 1997- luego de consultas de alto nivel con los ejecutivos de los mayores bancos comerciales y mercantiles del mundo, cada día cerraban en promedio 200 empresas y 4.000 trabajadores eran despedidos.

Como consecuencia del congelamiento de los créditos y "el cierre instantáneo de bancos", se prevén unas 15.000 quiebras para finales de 1999, entre ellas las de 90 por ciento de las compañías sudcoreanas de construcción, con una deuda combinada de 20.000 millones de dólares con instituciones financieras domésticas. El parlamento se ha transformado en un mero sello de goma en el marco de un "chantaje financiero": si determinadas leyes no se aprueban dentro de los plazos fijados por el FMI, éste suspende el desembolso del paquete de rescate, con el peligro de una renovada especulación monetaria.

A la vez, el "programa de salida" (de quiebra forzada) del FMI contribuyó deliberadamente a la fractura de los chaebols -conglomerados empresariales-, que ahora son invitados a establecer "alianzas estratégicas con firmas extranjeras", es decir, a ser controlados por capitales occidentales. Con la devaluación, el costo de la mano de obra sudcoreana también cayó. "Ahora es más barato adquirir una de esas compañías de alta tecnología que una fábrica, y el comprador obtiene la distribución, la marca y mano de obra entrenada en el paquete", según el economista Michael Hudson (*Our World*, Kawasaki, 23 de diciembre de 1997).

En muchos sentidos, esta crisis mundial marca la desaparición de los bancos centrales, es decir la derogación de la soberanía económica nacional y la incapacidad del Estado para controlar la

creación de dinero en representación de la sociedad. En otras palabras, las reservas privadas de dinero en manos de "especuladores institucionales" exceden por lejos la limitada capacidad de los bancos centrales. Éstos, actúen individual o colectivamente, ya no son capaces de combatir las actividades especulativas. La política monetaria está en manos de acreedores privados que tienen la capacidad de congelar presupuestos estatales, paralizar el proceso de pagos, frustrar el pago regular de salarios a millones de trabajadores (como en la ex Unión Soviética) y precipitar el colapso de programas sociales y de producción. A medida que la crisis se agrava, los ataques especulativos a bancos centrales se extienden a China, América Latina y Medio Oriente, con devastadoras consecuencias sociales y económicas. Este saqueo de las reservas de los bancos centrales no se limita de modo alguno a los países en desarrollo.

También afectó a naciones industrializadas como Canadá y Australia, donde las autoridades monetarias han sido incapaces de detener la caída de sus monedas nacionales. En Canadá, financistas privados prestaron miles de millones de dólares para apuntalar las reservas del banco central luego de los ataques especulativos. En Japón, donde el yen alcanzó la cotización más baja de su historia, la situación sudcoreana es considerada, según Michael Hudson, como un ensayo general para la toma de posesión del sector financiero japonés por un puñado de bancos de inversión occidentales. Los grandes actores son Goldman Sachs, Morgan Stanley, Deutsche Morgan Grenfell, que adquieren préstamos bancarios fallidos a menos de 10 por ciento de su valor nominal. En los últimos meses, el secretario del Tesoro de Estados Unidos, Robert Rubin, y la secretaria de Estado, Madeleine Albright, han ejercido presión política sobre Tokio, insistiendo en "nada menos que un traspaso inmediato de los créditos bancarios fallidos, preferentemente a estadounidenses y otros 'inversores buitres' extranjeros a precios de miseria. Para alcanzar sus objetivos, presionan a Japón incluso para que modifique su Constitución, reestructure su sistema político y rediseñe su sistema financiero (...) Una vez que los inversores extranjeros adquieran el control de los bancos japoneses, éstos pasarán a tomar control de la industria".¹

Los principales bancos y agencias de valores del mundo son a la vez acreedores y especuladores institucionales. En el actual contexto, contribuyen con sus embates especulativos a desestabilizar las monedas nacionales, aumentando así el volumen de las deudas en dólares. Luego reaparecen como acreedores de esas deudas, y finalmente son llamados como "asesores políticos" o consultores de los "programas de bancarrota" patrocinados por el FMI y el Banco Mundial, de los cuales son beneficiarios últimos. En Indonesia, por ejemplo, en medio de los disturbios callejeros y tras la renuncia del dictador Suharto, la privatización de sectores clave de la economía ordenada por el FMI fue confiada a ocho de los mayores bancos mercantiles del mundo, entre ellos Lehman Brothers, Credit Suisse-First Boston, Goldman Sachs y UBS/SBC Warburg Dillon Read. Así, los mayores administradores de dinero del mundo prenden fuego a los países y luego son llamados para extinguir los incendios. Por último, deciden qué empresas deben ser cerradas y rematarse a inversores extranjeros a precio de saldo.

Los bancos centrales de Asia, bajo reiterados ataques especulativos, celebraron contratos de miles de millones de dólares (en el mercado de cambio a término) en un vano intento por

¹ Michael Hudson, "Big bang is culprit behind yen's fall", *Our World*, N° 187, Kawasaki, 28 de julio de 1998.

proteger su moneda. Ante el total agotamiento de sus reservas de divisas, las autoridades monetarias se vieron obligadas a pedir grandes cantidades de dinero al FMI.

Al igual que en el programa diseñado durante la crisis mexicana de 1994-95, los fondos del rescate no tienen por finalidad "rescatar al país". En realidad, el dinero nunca ingresó a Corea del Sur, Indonesia o Tailandia, sino que está destinado a pagar la deuda a los "especuladores institucionales", a garantizarles que podrán cobrar su botín de miles de millones de dólares.

A la vez, los tigres asiáticos han sido domados por sus amos financieros. Totalmente incapacitados, están obligados a pagar los intereses de sus enormes deudas en dólares hasta bien entrado el tercer milenio.

Pero ¿de dónde provino el dinero para financiar estas operaciones? Sólo una pequeña porción de los fondos proceden del FMI; a partir del rescate de México en 1995, los países del G-7 son llamados a realizar enormes contribuciones para estos paquetes. Sin embargo, la emisión de bonos de deuda pública de Estados Unidos para este fin es garantizada por el mismo grupo de bancos de inversiones de Wall Street involucrado en los embates especulativos. En otras palabras, aquellos que garantizan la emisión de deuda pública para financiar el paquete de rescate son los mismos que en última instancia se apropiarán del botín (por ejemplo, como acreedores de Corea del Sur o Tailandia), es decir que son los receptores últimos del dinero del rescate, que esencialmente constituye una "red de seguridad" para las instituciones especuladoras. Así, los enormes créditos otorgados están destinados a permitir que los países asiáticos paguen sus deudas con las mismas instituciones financieras que contribuyeron a provocar el colapso de sus monedas nacionales. Como resultado de este círculo vicioso, un puñado de bancos comerciales y empresas de corretaje se enriquecieron más allá de lo imaginable y aumentaron su influencia sobre gobiernos y políticos en todo el mundo.

Desde la crisis de México, el FMI jugó un papel crucial en la determinación del "ambiente financiero" mundial. Los principales bancos del mundo ansían información interna y sus ataques especulativos, para tener éxito, requieren la implementación de una "fuerte medicina económica" en el marco de los acuerdos de rescate del FMI. Los "seis grandes" bancos comerciales de Wall Street (entre ellos Chase, Bank America, Citicorp y J.P. Morgan) y los "cinco grandes" bancos de inversiones (incluidos Goldman Sachs, Lehman Brothers, Morgan Stanley y Salomon Smith Barney) fueron consultados sobre las cláusulas a incluir en los acuerdos. En el caso de la deuda sudcoreana a corto plazo, las mayores instituciones financieras de Wall Street fueron convocadas el 24 de diciembre de 1997 para conversaciones de alto nivel en el Banco de la Reserva Federal, en Nueva York.

Estos bancos tienen una influencia directa en el colapso de las monedas nacionales. En abril de 1997, sólo dos meses antes del comienzo de la crisis asiática, el Instituto de Finanzas Internacionales, un gabinete de estrategia de Washington que representa los intereses de 290 bancos y empresas de corretaje, urgieron a las autoridades de los mercados emergentes a contrarrestar la presión aleista en el tipo de cambio cuando fuera necesario. Este pedido, comunicado en una carta formal al FMI, sugiere de forma inequívoca que el FMI debía promover un entorno financiero en el que se permitiera el colapso de las monedas nacionales.

Las normas internacionales que regulan el movimiento internacional de capitales contribuyen a dar forma a los "campos de batalla financiera" desde donde los bancos y especuladores realizan

sus mortales ataques. En su campaña mundial por apropiarse de la riqueza financiera y económica, los bancos mundiales y empresas multinacionales presionan activamente para la desregulación directa del flujo de capitales, incluido el movimiento de fondos itinerantes y dinero "sucio". En concesión a esta demanda -tras apresuradas consultas con los ministros de Finanzas del G-7-, el Comité Interno del FMI emitió un veredicto formal para desregular el movimiento de capitales en abril. El comunicado oficial estipulaba que el FMI proseguiría con la enmienda de sus Estatutos con vistas a "hacer de la liberalización del flujo de capitales uno de los propósitos de la institución, y ampliar, en la medida de lo necesario, la jurisdicción del Fondo con este fin". El director gerente del FMI, Michel Camdessus, admitió en un tono desapasionado que "varios países en desarrollo podrían ser objeto de ataques especulativos tras abrir su cuenta de capital", pero reiteró que esto puede evitarse mediante la adopción de "políticas macro-económicas sanas y sistemas financieros fuertes". La decisión del FMI de desregular el movimiento de capitales fue tomada a puertas cerradas -convenientemente oculta de la opinión pública y con muy poca cobertura periodística-, apenas dos semanas antes de que grupos de ciudadanos de todo el mundo se manifestaran masivamente en abril contra el polémico Acuerdo Multilateral de Inversión (AMI) auspiciado por la Organización de Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE). Este acuerdo hubiera otorgado amplísimos derechos a bancos y compañías multinacionales, invalidando las leyes nacionales sobre inversión extranjera y derogando derechos fundamentales de los ciudadanos. El AMI constituye un acto de capitulación de los gobiernos democráticos ante los bancos y empresas multinacionales.

El momento no podía ser más oportuno: aunque la aprobación del AMI se detuvo temporalmente, se lanzó oficialmente la propuesta desregulación de la inversión extranjera mediante un camino más expeditivo. La enmienda del estatuto del FMI derogaría para todos los efectos prácticos los poderes de los gobiernos nacionales para regular la inversión extranjera y también anularía los esfuerzos de ciudadanos de todo el mundo contra el AMI, ya que la desregulación de la inversión extranjera se alcanzaría, de un plumazo, sin la necesidad de un acuerdo multilateral auspiciado por la OCDE o la Organización Mundial del Comercio, y sin los jaleos legales de un tratado mundial de inversión inscripto en el marco del derecho internacional. Los mayores bancos e instituciones financieras del mundo, mediante su voto en Washington, el Instituto de Finanzas Internacionales, discutieron en abril de 1998 a puertas cerradas una iniciativa aún más perceptiva, aunque redactada en un lenguaje más suave. La propuesta consiste en la creación de un "observador financiero" llamado "Consejo asesor del sector privado" que supervisaría rutinariamente las actividades del FMI. En respuesta a la iniciativa, el FMI se propuso tomar "medidas concretas para fortalecer la participación del sector privado" en el manejo de la crisis, lo que podría ser interpretado como un "acuerdo de división de poder" entre el FMI y los bancos internacionales.

La comunidad bancaria internacional también estableció su propio "Comité directivo sobre finanzas de mercados emergentes", integrado por algunos de los más poderosos financieros del mundo, como William Rhodes, vicepresidente del Citibank, y David Walker, presidente de Morgan Stanley. El propósito oculto de estas iniciativas consiste en transformar gradualmente al FMI de un organismo intergubernamental en una burocracia que sirva más efectivamente a los intereses de los grandes bancos e instituciones mundiales. Más importante aún, éstos pretenden acceder a los detalles de las negociaciones del FMI e, en sus países miembros, lo cual les permitiría planificar cuidadosamente sus embates a mercados financieros antes y después de cada acuerdo de rescate.

La actual crisis financiera no sólo conducirá a la eliminación de instituciones estatales en todo el mundo, sino también al desmantelamiento gradual (y a la posible privatización) de las instituciones creadas tras la Segunda Guerra Mundial en la Conferencia de Bretón Woods. Estas, contrariamente a lo que son hoy en día, fueron creadas con la finalidad de salvaguardar las economías nacionales. Como dijo el secretario del Tesoro de Estados Unidos, Henry Morgenthau, el 22 de julio de 1944, en su discurso de clausura de dicha conferencia: "Vinimos aquí para establecer métodos que eliminen los males económicos (la devaluación monetaria competitiva y los obstáculos destructivos del comercio) que precedieron a esta guerra. Lo hemos logrado". Solo nos que da preguntarnos a nosotros mismo si lo hemos logrado? Al ampliarse los mercados financieros y hacerse más profunda la integración, cada episodio de crisis se presenta con una fuerza mayor, infligiendo daños cada vez más grandes a la economía real.

La comunidad internacional está participando activamente en el debate sobre las causas de la crisis en los mercados emergentes y sobre las medidas necesarias para evitar que se repita. Este debate es beneficioso y ha permitido determinar mejor cuáles son las condiciones necesarias para lograr la sostenibilidad de los flujos de capital. Las autoridades responsables de las políticas están comenzando a retorar los sistemas financieros nacionales, a aumentar la transparencia en los mercados internacionales de capital, a adoptar políticas macroeconómicas más sólidas y coherentes, y a mejorar las redes de seguridad social. Pasará mucho tiempo antes de que estas políticas den los resultados esperados. El costo de la crisis es aproximadamente el 3% de la producción, es decir, unos 760.000 millones de dólares, lo que equivale a los ingresos de 3 años del África subsahariana.

En suma, los riesgos de la globalización económica son substancialmente irreducibles. Es tiempo pues de controlar y regular su desarrollo. De otra forma, los próximos lustros pueden ser testigos de crisis regionales periódicas y de riesgos ciertos de recesión a escala mundial.

En la década de 1930, las quiebras financieras agravaron seriamente la recesión económica en muchos países industrializados y llevaron a regular más rigurosamente la actividad financiera. El periodo posterior a la Segunda Guerra Mundial fue testigo de una liberalización gradual a medida que se desvanecía el recuerdo de las dificultades anteriores y se reconocían mejor las ventajas que podía tener la liberalización de los mercados financieros. Sin embargo, las repetidas crisis financieras de las tres últimas décadas, tanto en los países industrializados como en las economías de mercado emergentes, han suscitado de nuevo el interés por tres cuestiones: ¿cómo podrían evitarse las crisis en el futuro?, ¿cómo podrían gestionarse mejor cuando estallaran? y ¿cómo podrían resolverse finalmente incluso por medio de una reducción de la deuda? Se han logrado notables progresos en cada una de estas cuestiones, pero no son nada comparados con lo que queda por hacer. En algunas cuestiones aún no existe un consenso internacional sobre las medidas razonables. Y en casi todos los casos, las dificultades prácticas que plantea la aplicación de las propuestas acordadas es una tarea de enormes proporciones.

Las medidas destinadas a prevenir las crisis financieras reconocen cada vez más que las deficiencias microeconómicas pueden interactuar con los fenómenos macroeconómicos y tener peligrosas consecuencias. Estos problemas pueden manifestarse de tres formas en el

Conclusión: Una Luz entre las Sombras

mercado: volatilidad extrema a corto plazo de los precios en algunos mercados, distorsiones de los precios a medio plazo, incluidos los que pueden provocar burbujas de los precios de los activos y excesivos movimientos de capitales, y el contagio a otros mercados y países sin que lo justifiquen las variables fundamentales subyacentes. Es preciso, pues, adoptar medidas preventivas en relación con cada uno de los tres pilares que sustentan tanto los sistemas

financieros nacionales como los internacionales: la buena salud de las instituciones financieras, el funcionamiento correcto de los mercados y la creación de una sólida infraestructura, incluidos los procesos jurídicos y judiciales, los sistemas de pago y de liquidación y las normas contables. Por lo que se refiere a cada pilar, es posible identificar otro trió, en esta ocasión de sistemas de incentivos, para ayudar a promover la prudencia en el comportamiento. El punto de partida debe ser la gestión interna, basada fundamentalmente en la búsqueda del interés propio y en la preservación del capital privado. A esto puede añadirse una supervisión y un control adecuados. Y por último, la disciplina de mercado, aun reconociendo las limitaciones que tiene de vez en cuando, debe ocupar un lugar cada vez más importante en un mundo que se basa cada vez más en el mercado. Dados estos tres problemas, tres pilares y tres recomendaciones para cada uno, quizá no sea sorprendente que aún quede tanto por hacer.

ANEXO
ESTADÍSTICO

Tasas anuales de crecimiento del PIB %

| Países | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 * |
|----------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| Alemania | 1,8% | 1,4% | 2,2% | 2,8% | 1,6% |
| Argentina | -2,8% | 5,5% | 8,1% | 3,9% | -3,5% |
| Bolivia | 4,7% | 4,1% | 4,2% | 4,5% | 3,4% |
| Brasil | 4,2% | 2,8% | 3,0% | -0,1% | -0,5% |
| Bolivia | 4,7% | 4,4% | 4,4% | 4,7% | 3,4% |
| Canadá | 2,2% | 1,2% | 3,7% | 2,9% | 3,2% |
| Chile | 8,5% | 7,4% | 7,1% | 3,4% | 0,5% |
| China | 10,5% | 9,5% | 8,8% | 7,8% | 7,1% |
| Corea del Sur | 9,0% | 7,2% | 5,5% | -5,8% | 6,5% |
| Ecuador | 2,3% | 2,9% | 3,4% | 0,4% | -3,3% |
| Estados Unidos | 2,0% | 2,8% | 3,9% | 3,9% | 3,8% |
| Filipinas | 4,8% | 5,5% | 5,1% | -0,8% | 2,1% |
| Francia | 2,1% | 1,5% | 2,3% | 3,2% | 2,4% |
| Hong Kong | 3,9% | 4,6% | 5,4% | -5,1% | 0,9% |
| Indonesia | 8,2% | 8,0% | 4,9% | -13,2% | 2,0% |
| Japón | 1,5% | 3,9% | 0,8% | -2,9% | 0,2% |
| Malasia | 9,5% | 8,6% | 7,8% | -7,5% | 3,2% |
| México | -6,2% | 5,2% | 6,8% | 4,8% | 3,0% |
| Reino Unido | 2,7% | 2,2% | 3,4% | 2,1% | 0,9% |
| Rusia | -4,0% | -5,0% | 0,9% | -4,6% | -2,0% |
| Singapur | 8,8% | 7,0% | 7,8% | 1,5% | 5,1% |
| Tailandia | 8,8% | 5,5% | -0,4% | -9,4% | 3,2% |
| Taiwan | 6,0% | 5,7% | 6,8% | 4,8% | 5,3% |
| Uruguay | -2,4% | 4,9% | 5,1% | 4,5% | -1,0% |
| Venezuela | 3,4% | -1,6% | 5,1% | -0,7% | 5,7% |
| U Europea | 2,4% | 1,8% | 2,7% | 2,7% | 1,9% |
| Mundo | 3,7% | 4,3% | 4,2% | 2,5% | 2,8% |

Fuentes: OECD, FAI, The Economist, CEPAL, Consensus Economics, Warburg Dillon Reed

Bank of America e información periodística

* Pronósticos de Consensus Economics, Warburg Dillon Reed y The Economist

Comercio Exterior
valores corrientes, en millones de dólares

| Países | Exportaciones de Bienes | | | | Importaciones de Bienes | | | |
|----------------|-------------------------|-----------|-----------|-----------|-------------------------|-----------|-----------|-----------|
| | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 1996 | 1998 | 1999 | |
| Alemania | 523 802 | 524 198 | 517 427 | 543 258 | 464 271 | 458 783 | 445 616 | 471 448 |
| Argentina | 20 963 | 23 811 | 26 431 | 26 441 | 20 122 | 23 762 | 30 450 | 31 404 |
| Bolivia | 1 101 | 1 137 | 1 167 | 1 320 | 1 434 | 1 537 | 1 851 | 2 387 |
| Brasil | 46 506 | 47 747 | 52 986 | 51 120 | 53 737 | 53 286 | 61 347 | 57 549 |
| Canada | 192 197 | 201 633 | 214 422 | 214 327 | 168 426 | 175 158 | 200 929 | 208 233 |
| Chile | 16 137 | 15 353 | 16 923 | 14 895 | 14 657 | 16 499 | 19 660 | 18 828 |
| China | 148 797 | 151 197 | 182 877 | 183 589 | 129 113 | 138 944 | 142 189 | 140 305 |
| Corea del Sur | 125 058 | 129 715 | 136 164 | 132 313 | 135 119 | 150 339 | 144 616 | 93 282 |
| Ecuador | 4 307 | 4 900 | 5 264 | 4 203 | 4 153 | 3 935 | 4 955 | 5 576 |
| Estados Unidos | 584 743 | 625 073 | 688 097 | 682 497 | 770 852 | 822 025 | 899 020 | 944 353 |
| Filipinas | 17 502 | 20 417 | 25 088 | 27 783 | 28 337 | 34 122 | 38 277 | 30 705 |
| Francia | 286 738 | 288 468 | 290 067 | 305 543 | 275 275 | 277 673 | 269 642 | 288 221 |
| Hong Kong | 173 750 | 180 750 | 188 059 | 173 990 | 192 751 | 198 550 | 208 614 | 184 503 |
| India | 30 764 | 33 054 | 34 245 | 33 052 | 34 522 | 37 375 | 41 017 | 42 318 |
| Indonesia | 45 417 | 49 814 | 53 443 | 48 847 | 40 630 | 42 929 | 41 694 | 27 337 |
| Japón | 443 116 | 410 901 | 420 957 | 387 927 | 335 882 | 349 152 | 338 754 | 280 484 |
| Malasia | 73 865 | 78 311 | 78 741 | 73 304 | 77 601 | 78 412 | 79 030 | 58 326 |
| México | 79 542 | 96 000 | 110 431 | 117 500 | 72 453 | 89 469 | 108 481 | 125 216 |
| Reino Unido | 242 042 | 260 746 | 281 737 | 271 865 | 263 719 | 285 997 | 311 424 | 314 106 |
| Rusia | 81 096 | 89 110 | 88 326 | 74 160 | 60 945 | 62 278 | 73 613 | 58 996 |
| Singapur | 118 268 | 125 014 | 124 986 | 109 895 | 124 507 | 131 338 | 132 437 | 104 719 |
| Tailandia | 58 444 | 62 895 | 57 535 | 54 456 | 70 784 | 68 319 | 62 854 | 42 971 |
| Taiwán | 111 659 | 115 982 | 121 294 | 110 454 | 103 550 | 102 370 | 113 924 | 104 946 |
| Turquía | 21 637 | 23 224 | 26 245 | 25 938 | 35 709 | 43 627 | 48 585 | 45 369 |
| Uruguay | 2 106 | 2 397 | 2 726 | 2 789 | 2 867 | 3 360 | 3 716 | 3 808 |
| Venezuela | 18 457 | 23 060 | 23 000 | 17 300 | 12 650 | 9 880 | 14 606 | 15 400 |
| U. Europea | 2 018 400 | 2 072 300 | 2 114 200 | 2 104 200 | 1 914 400 | 1 965 000 | 1 995 000 | 2 089 900 |
| Mundo | 5 094 200 | 5 305 200 | 5 534 900 | 5 450 000 | 5 267 400 | 5 534 200 | 5 626 700 | 5 540 100 |

Fuentes: FMI, OECD y Warburg Dillon Read

TRABAJA CON
PALLA de Colchagua

Ingresos de Capitales en Concepto de Inversión Extranjera Directa

Principales Economías y Regiones en millones de dólares

| Países | 1983-88 Prom. anual | 1990 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998* |
|--------------------------------|------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Países Desarrollados | 71.779 | 176.436 | 138.887 | 141.503 | 211.465 | 195.393 | 233.116 | 455.000 |
| Unión Europea | 27 425 | 104 406 | 80 935 | 71 580 | 116 792 | 92 398 | 106 172 | s/d |
| Estados Unidos | 34 389 | 47 915 | 43 534 | 45 095 | 58 772 | 76 453 | 90 748 | s/d |
| Canadá | 4 222 | 7 853 | 4 768 | 8 476 | 10 824 | 6 398 | 8 246 | s/d |
| Japón | 326 | 1 753 | 210 | 888 | 41 | 228 | 3 224 | s/d |
| Países en Desarrollo | 19.758 | 34.689 | 75.282 | 95.582 | 105.511 | 129.813 | 172.000 | 165.000 |
| África | 2.104 | 2.207 | 3.647 | 5.693 | 6.136 | 4.828 | 4.710 | 4.800 |
| América Latina y Caribe | 7.438 | 10.300 | 20.000 | 31.500 | 32.900 | 46.200 | 68.300 | 71.600 |
| Argentina | 512 | 1 836 | 2 763 | 3 431 | 5 278 | 6 514 | 8 095 | 5 697 |
| Brasil | 1 503 | 1 100 | 1 300 | 2 600 | 5 500 | 10 500 | 16 700 | 28 700 |
| Bolivia | s/d | 11 | 123 | 145 | 393 | 472 | 728 | 870 |
| Chile | 439 | 560 | 808 | 1 772 | 2 220 | 4 092 | 5 417 | 5 000 |
| México | 2 107 | 2 632 | 4 389 | 10 973 | 9 526 | 8 169 | 12 800 | 10 240 |
| Uruguay | 25 | 42 | 102 | 155 | 174 | 168 | 160 | 155 |
| Venezuela | 50 | 451 | 372 | 813 | 965 | 1 833 | 4 463 | 3 357 |
| Este y Sur de Asia | 7.952 | 19.893 | 47.348 | 58.265 | 66.571 | 77.624 | 82.411 | 78.000 |
| China | 1 823 | 3 487 | 27 515 | 33 787 | 35 849 | 40 800 | 45 300 | 45 500 |
| Hong Kong | 1 343 | 1 728 | 1 667 | 2 000 | 2 100 | 2 500 | 2 600 | 2 310 |
| India | 92 | 236 | 574 | 973 | 1 964 | 2 382 | 3 264 | 3 300 |
| Indonesia | 341 | 1 093 | 2 004 | 2 109 | 4 348 | 6 194 | 5 350 | -1 300 |
| Corea del Sur | 357 | 715 | 566 | 809 | 1 776 | 2 325 | 3 086 | 5 181 |
| Malasia | 731 | 2 332 | 5 006 | 4 342 | 4 132 | 5 100 | 5 100 | 3 600 |
| Filipinas | 249 | 530 | 1 238 | 1 591 | 1 459 | 1 520 | 1 100 | 1 250 |
| Singapur | 1 947 | 5 575 | 4 686 | 8 368 | 8 210 | 9 440 | 8 500 | 7 500 |
| Taiwan | 448 | 1 330 | 917 | 1 375 | 1 559 | 1 864 | 2 248 | 222 |
| Tailandia | 439 | 2 444 | 1 804 | 1 322 | 2 002 | 2 266 | 3 600 | 7 000 |
| Otros Asia | 2 264 | 3 600 | 4 287 | 2 937 | 1 875 | 3 606 | 5 687 | 6 000 |
| Economías en Transición | 17 | 300 | 6.143 | 5.914 | 14.214 | 12.344 | 18.428 | 20.000 |
| Federación Rusa | s/d | s/d | 700 | 640 | 1 976 | 2 452 | 6 241 | 2 000 |
| Total Mundo | 91.554 | 211.425 | 220.312 | 242.999 | 331.190 | 337.560 | 463.309 | 644.000 |

Fuente: Banco Mundial e Institute of International Finance (IIF).

* Algunos de los datos correspondientes a 1998 son estimaciones provisionales.

Indices de Mercados Bursátiles

(en moneda local) valores correspondientes al cierre de cada periodo

| Países | 1997 | | | | 1998 | | | | 1999 | |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 1º trim | 2º trim | 3º trim | 4º trim | 1º trim | 2º trim | 3º trim | 4º trim | 1º trim | 2º trim |
| Alemania | 3 302 | 3 855 | 4 197 | 4 250 | 5 154 | 5 907 | 4 475 | 5 002 | 4 857 | 5 379 |
| Argentina | 729 | 824 | 832 | 688 | 711 | 572 | 380 | 430 | 419 | 499 |
| Brasil | 9 237 | 13 260 | 12 173 | 10 197 | 11 837 | 9 915 | 6 593 | 6 784 | 11 028 | 11 627 |
| Canadá | 5 849 | 6 549 | 7 045 | 6 626 | 7 528 | 7 367 | 5 614 | 6 430 | 6 576 | 7 010 |
| Chile | 5 298 | 5 808 | 5 472 | 4 782 | 4 836 | 4 068 | 3 269 | 3 595 | 4 084 | 4 772 |
| China | 1 293 | 1 253 | 1 145 | 1 245 | 1 325 | 1 397 | 1 321 | 1 221 | 1 232 | 1 790 |
| Colombia | 1 077 | 1 164 | 1 468 | 1 432 | 1 179 | 1 119 | 861 | 1 109 | 912 | 983 |
| Corea del Sur | 679 | 777 | 645 | 376 | 468 | 316 | 310 | 563 | 618 | 883 |
| Estados Unidos | 6 517 | 7 795 | 8 016 | 7 916 | 8 868 | 9 049 | 7 843 | 9 275 | 9 913 | 10 971 |
| España | 464 | 618 | 640 | 638 | 899 | 864 | 688 | 868 | 859 | 904 |
| Filipinas | 3 162 | 2 765 | 2 068 | 1 862 | 2 209 | 1 782 | 1 260 | 1 669 | 2 012 | 2 487 |
| Francia | 1 712 | 1 896 | 1 980 | 1 929 | 2 490 | 2 734 | 2 074 | 2 500 | 2 627 | 2 910 |
| Gran Bretaña | 4 237 | 4 751 | 5 317 | 5 132 | 6 018 | 5 920 | 5 064 | 5 883 | 6 224 | 6 319 |
| Hong Kong | 12 136 | 15 197 | 15 049 | 10 755 | 11 331 | 8 543 | 7 884 | 10 121 | 10 940 | 13 532 |
| India | 3 538 | 4 334 | 3 906 | 3 487 | 3 970 | 3 231 | 3 102 | 3 110 | 3 684 | 4 141 |
| Indonesia | 651 | 730 | 597 | 402 | 524 | 457 | 276 | 398 | 394 | 662 |
| Italia | 730 | 854 | 967 | 1 052 | 1 565 | 1 456 | 1 186 | 1 487 | 1 568 | 1 528 |
| Japón | 16 037 | 20 196 | 17 842 | 15 259 | 16 342 | 16 363 | 13 406 | 13 842 | 15 859 | 17 530 |
| Malasia | 1 181 | 1 085 | 796 | 589 | 700 | 471 | 374 | 575 | 499 | 811 |
| México | 3 716 | 4 559 | 5 354 | 5 206 | 4 999 | 4 422 | 3 570 | 3 961 | 4 882 | 5 830 |
| Países Bajos | 709 | 879 | 1 011 | 915 | 1 143 | 1 222 | 934 | 1 186 | 1 103 | 1 236 |
| Singapur | 2 090 | 1 969 | 1 942 | 1 515 | 1 600 | 1 065 | 940 | 1 395 | 1 518 | 2 188 |
| Suecia | 717 | 569 | 548 | 366 | 457 | 267 | 254 | 356 | 360 | 522 |
| Taiwan | 8 204 | 8 957 | 8 695 | 8 146 | 9 042 | 7 549 | 6 834 | 6 482 | 6 899 | 8 467 |
| Venezuela | 6 254 | 9 152 | 10 512 | 8 507 | 7 542 | 4 805 | 3 894 | 4 764 | 4 073 | 5 367 |

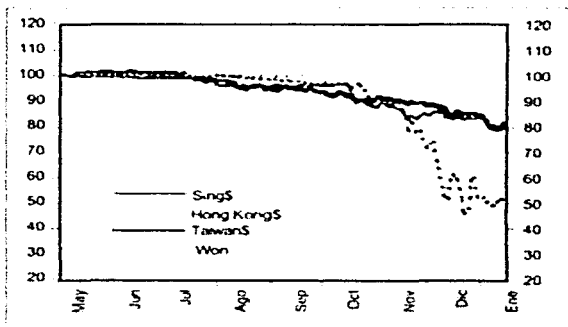
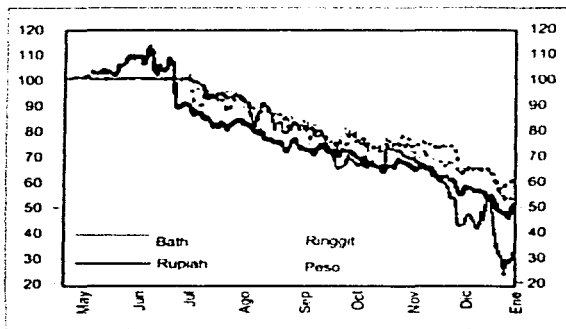
Fuentes: The Economist e información periodística

Tasas de interés a corto plazo (Países emergentes)

| Países | 1997 | | | | 1998 | | | | 1999 | |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 1º trim | 2º trim | 3º trim | 4º trim | 1º trim | 2º trim | 3º trim | 4º trim | 1º trim | 2º trim |
| Argentina | 7.0% | 7.0% | 7.0% | 7.3% | 7.7% | 12.5% | 19.5% | 15.2% | 6.5% | 7.0% |
| Brasil | 21.6% | 21.1% | 20.6% | 43.4% | 27.3% | 20.8% | 40.1% | 29.3% | 42.0% | 21.0% |
| Chile | 11.4% | 8.9% | 11.5% | 6.9% | 11.5% | 15.1% | 17.7% | 18.2% | 10.4% | 9.1% |
| China | 11.4% | 11.7% | 11.7% | 8.3% | 10.5% | 9.4% | 8.1% | 9.0% | 9.0% | 7.6% |
| Colombia | 25.2% | 23.2% | 22.6% | 24.5% | 28.8% | 37.6% | 36.6% | 34.3% | 27.0% | 17.7% |
| Corea del Sur | 13.4% | 12.0% | 13.8% | 25.0% | 21.5% | 16.3% | 10.3% | 7.7% | 6.6% | 6.4% |
| Filipinas | 8.9% | 10.1% | 12.0% | 13.1% | 13.9% | 14.4% | 11.4% | 13.1% | 10.6% | 8.1% |
| Hong Kong | 5.9% | 6.2% | 7.4% | 9.5% | 6.5% | 10.0% | 8.2% | 5.6% | 5.8% | 5.8% |
| India | 8.0% | 7.0% | 6.9% | 7.2% | 7.3% | 7.3% | 9.0% | 9.5% | 8.8% | 9.3% |
| Indonesia | 12.6% | 12.6% | 30.5% | 30.5% | 35.0% | 48.0% | 56.7% | 41.2% | 36.7% | 20.0% |
| Malasia | 7.3% | 7.5% | 7.9% | 9.1% | 11.0% | 11.1% | 7.5% | 6.5% | 6.4% | 3.4% |
| México | 21.9% | 20.0% | 16.7% | 19.0% | 19.7% | 20.2% | 37.6% | 31.2% | 26.7% | 20.4% |
| Polonia | 22.3% | 22.8% | 25.4% | 25.6% | 25.1% | 22.1% | 18.3% | 15.9% | 13.2% | 13.3% |
| Rusia | 42.0% | 36.0% | 24.0% | 28.0% | 30.0% | 80.0% | 60.0% | 60.0% | 60.0% | 55.0% |
| Singapur | 3.4% | 3.6% | 4.1% | 6.5% | 4.7% | 6.4% | 4.3% | 1.8% | 2.0% | 1.6% |
| Sudáfrica | 15.9% | 15.2% | 14.9% | 14.9% | 12.9% | 19.1% | 20.4% | 18.0% | 14.7% | 13.3% |
| Tailandia | 11.5% | 19.5% | 20.0% | 26.0% | 24.0% | 22.0% | 10.0% | 7.3% | 6.0% | 4.5% |
| Taiwán | 6.4% | 9.5% | 8.9% | 8.2% | 7.5% | 7.5% | 6.7% | 6.0% | 5.2% | 5.2% |
| Turquía | 66.1% | 66.1% | 75.9% | 80.0% | 80.8% | 75.9% | 80.0% | 80.0% | 80.0% | 80.0% |
| Uruguay | 25.9% | 24.9% | 21.5% | 23.0% | 16.8% | 14.0% | 54.1% | 15.7% | 15.2% | 16.0% |
| Venezuela | 18.8% | 21.7% | 16.3% | 16.3% | 34.4% | 46.3% | 60.7% | 33.8% | 34.5% | 20.1% |

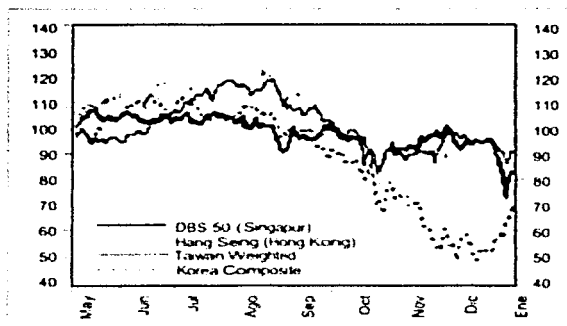
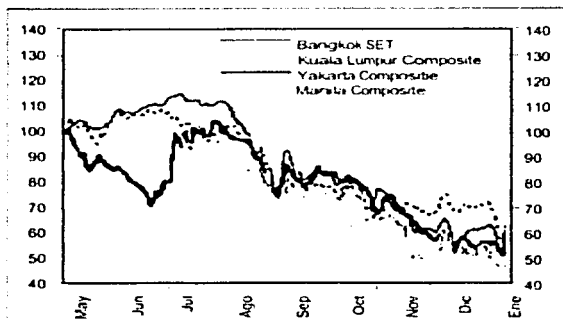
Fuente: The Economist

Gráfico 1
Tasas de cambio de las monedas asiáticas en 1997
 (Dólar USA, 30 de abril 1997 = 100)



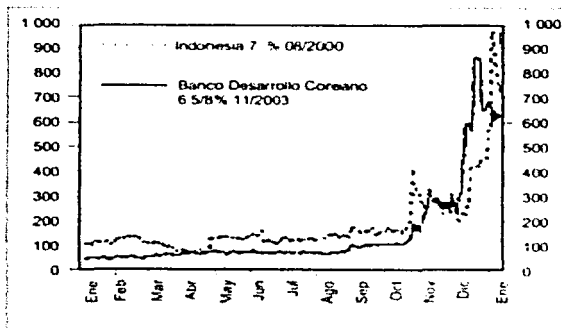
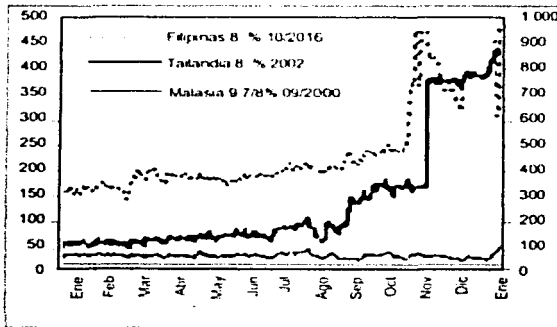
Fuente: Datastream

Gráfico 2
Bolsas de valores asiáticas en 1997
 (Índices en moneda local, 30 de abril 1997 = 100)



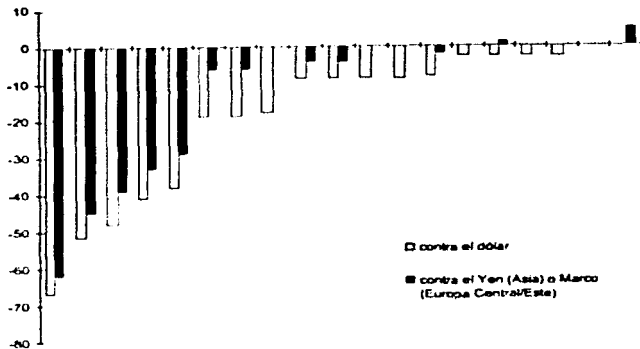
Fuente: Datastream

Gráfico 3
Mercado de deuda asiática (eurobonos) en 1997
 (*Spreads* = Primas de riesgo en puntos de base sobre rendimientos de bonos USA comparables)



Fuente: Datastream

Gráfico 4
Tasas de cambio nominales
 (Entre 30 de junio de 1997 y 15 de enero de 1998 - %)



Fuente: Datastream

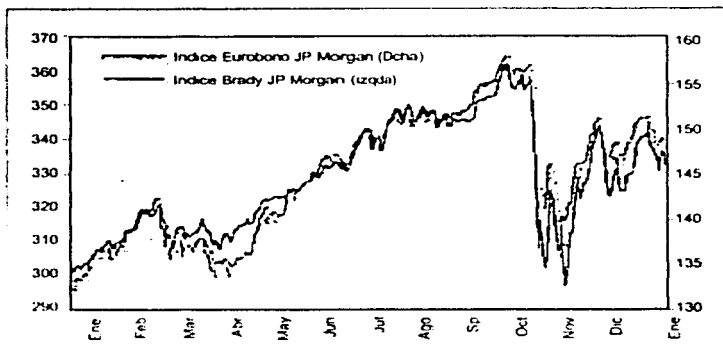
Gráfico 5
Bolsas de valores de los países emergentes
 (índices en moneda local: cambios entre 30 de junio de 1997
 y 15 de enero de 1998 - %)



Fuente: Datastream

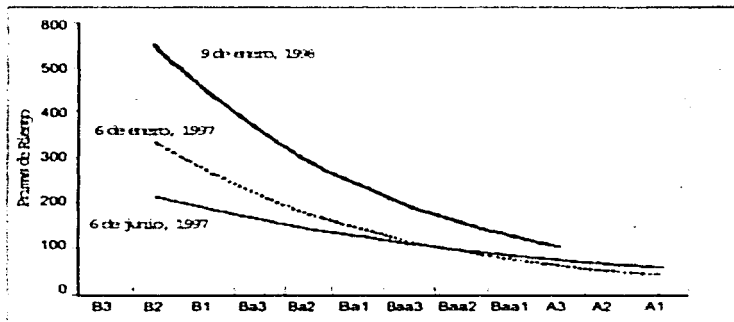
EXHIBICION
 GEN

Gráfico 6
Títulos de deuda de los países emergentes en 1997



Fuente: Datastream

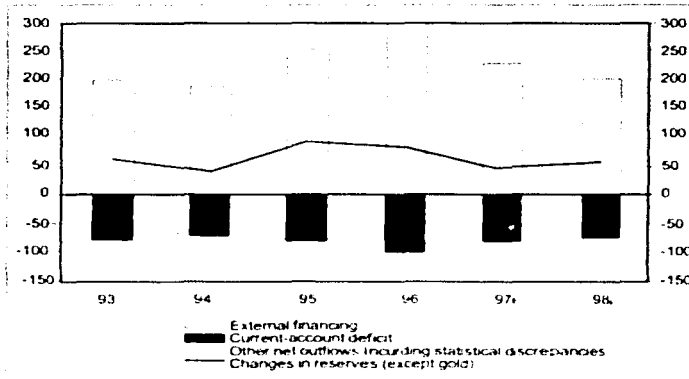
Gráfico 7
Curva de rentabilidad-riesgo



Spread promedio de un nivel determinado de nesgo moderado

Fuente: Business Emppment (boletín Mensual CFC-FOE Paris)

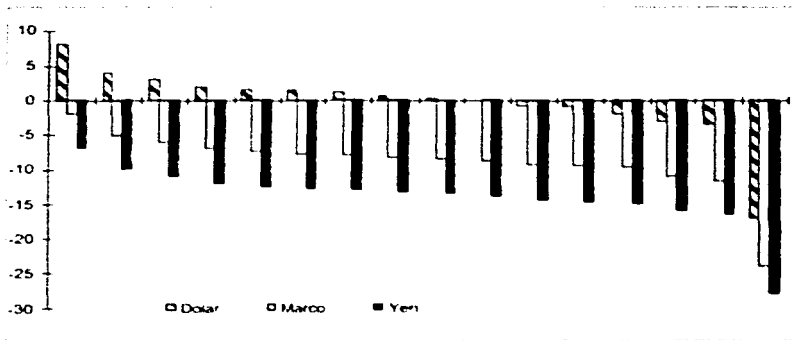
Gráfico 8
Financiamiento externo de las economías emergentes
(Millones dólares USA)



**TESIS CON
 FALLA LE ORIGEN**

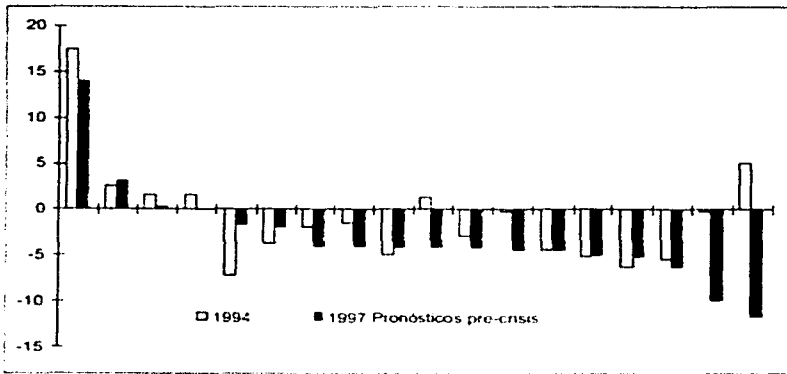
Fuente: IIF

Gráfico 9
Variaciones en las tasas reales de cambio en 1996



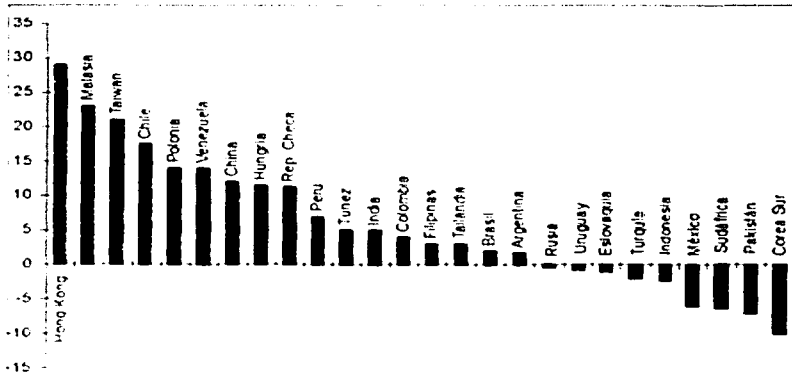
Una cifra negativa indica depreciación

Gráfico 10
Balances de cuenta corriente en % del PIB



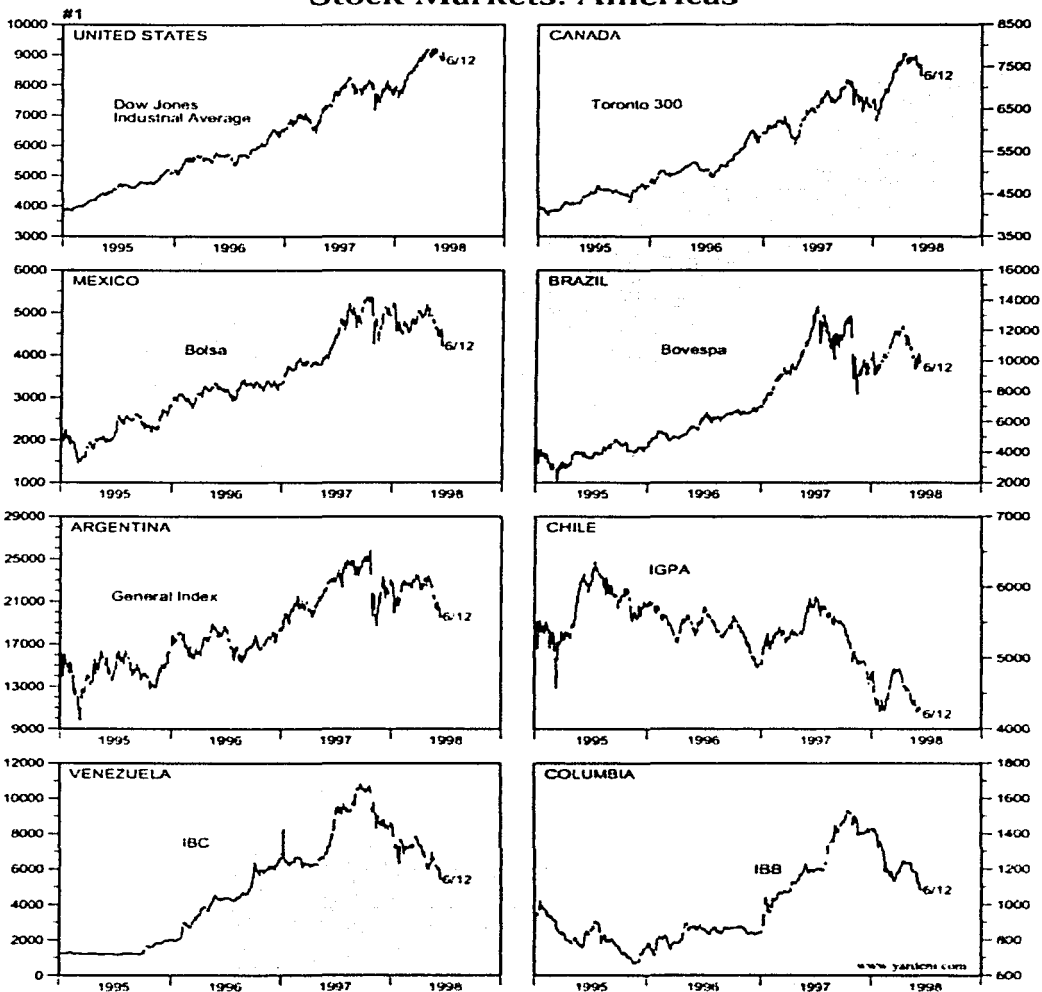
Fuente: Consensus Forecast, EIU, National Data

Gráfico 11
Solvencia a corto plazo

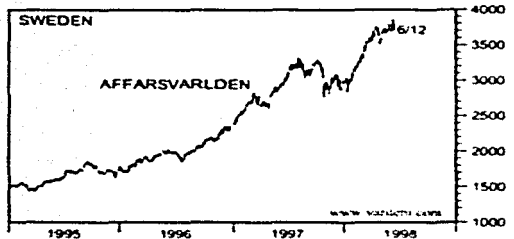
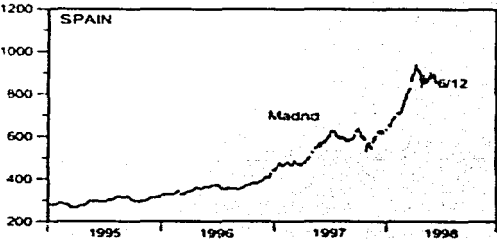
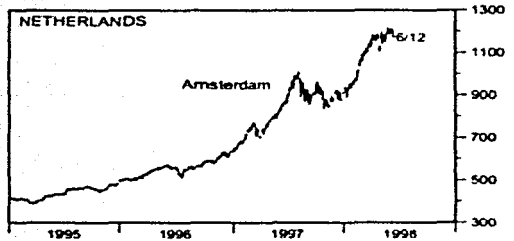
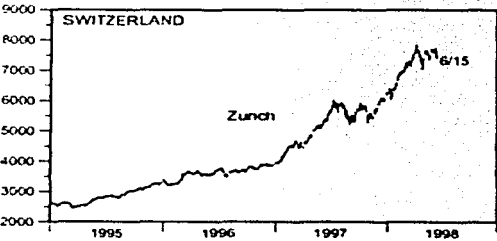
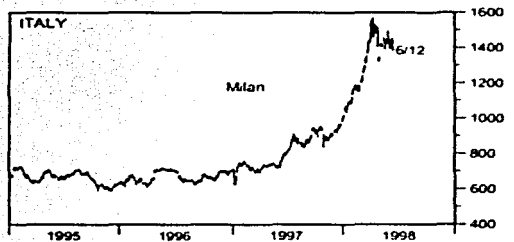
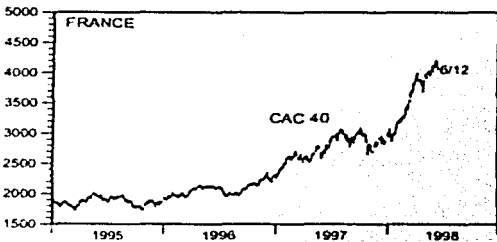
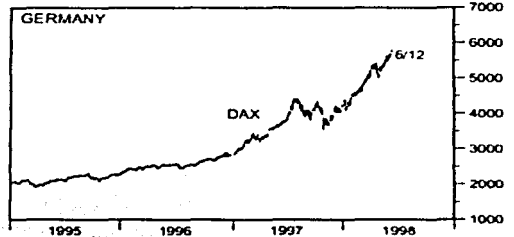
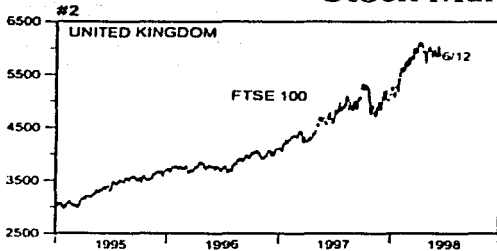


Exceso de reservas sobre deuda a corto plazo, como % del PDB, dic. 1997

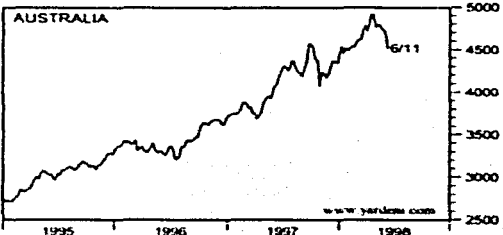
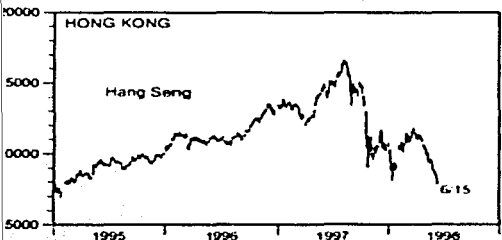
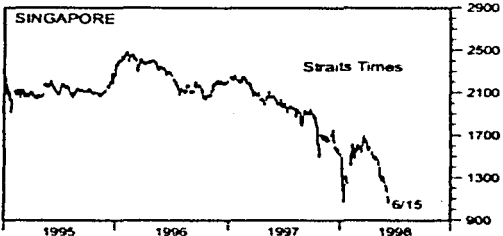
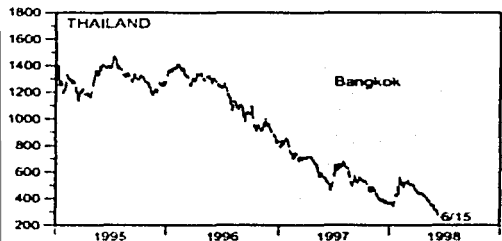
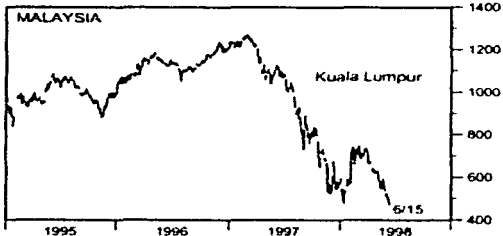
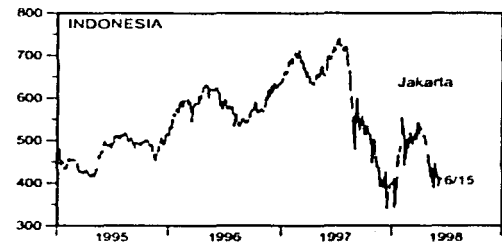
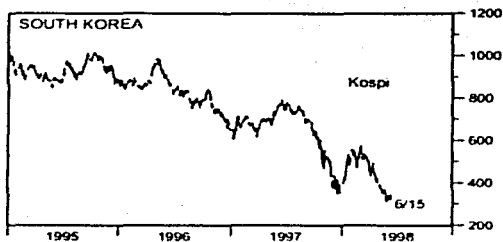
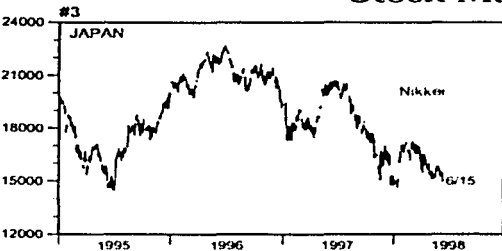
- Stock Markets: Americas -



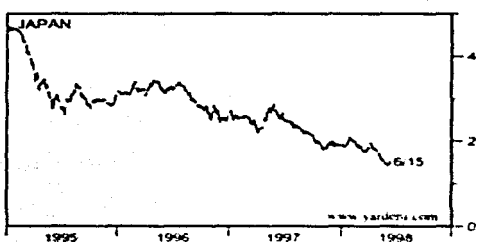
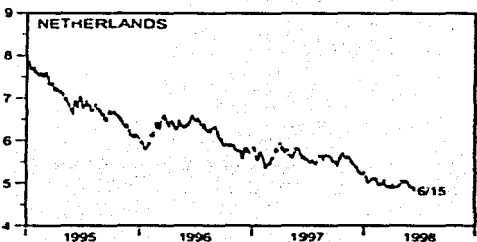
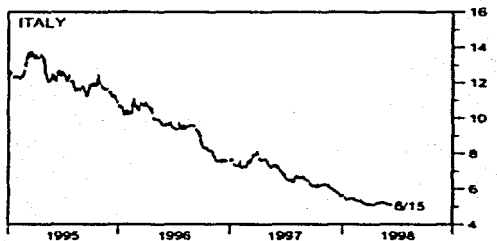
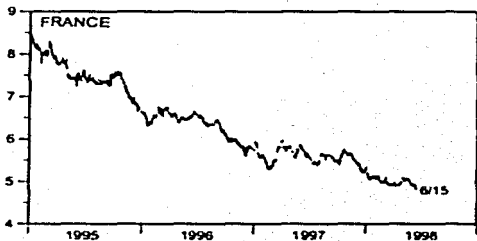
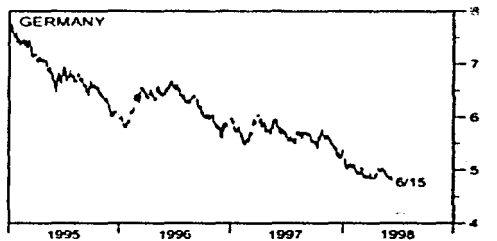
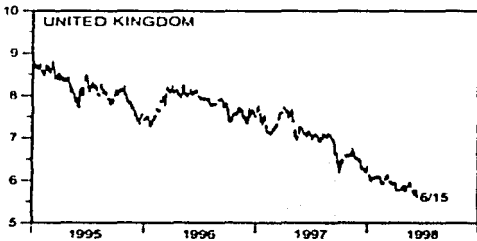
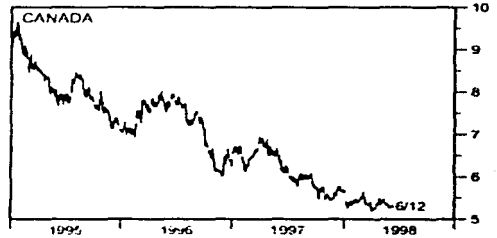
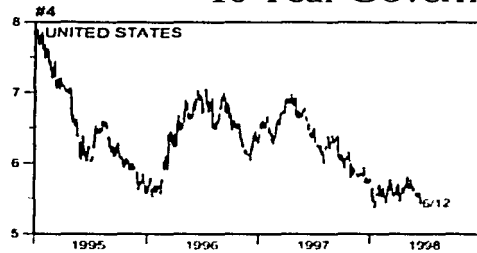
- Stock Markets: Europe -



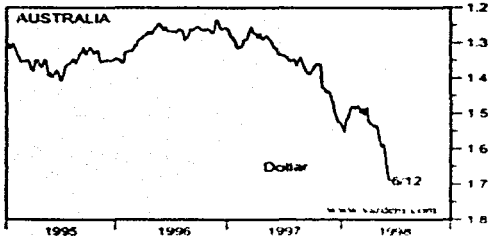
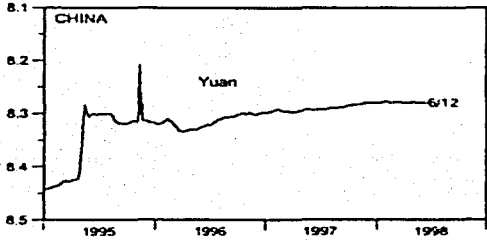
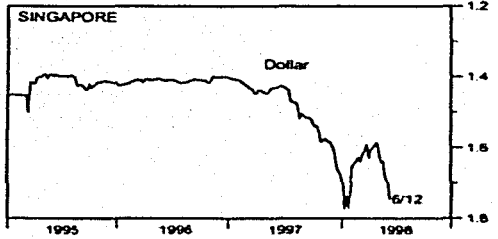
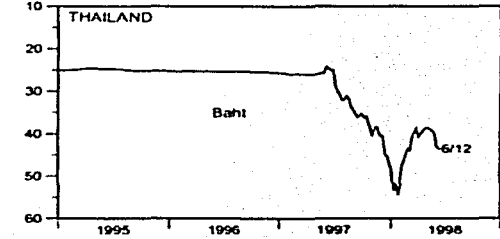
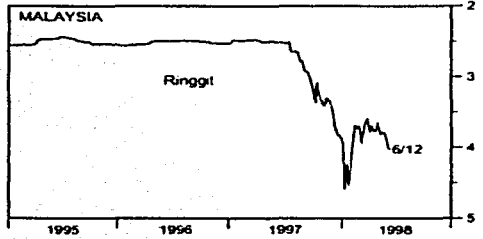
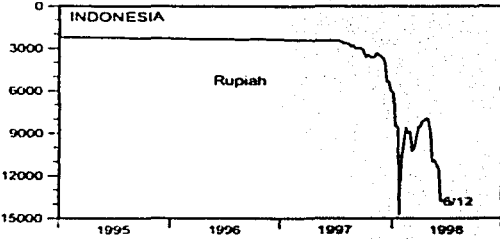
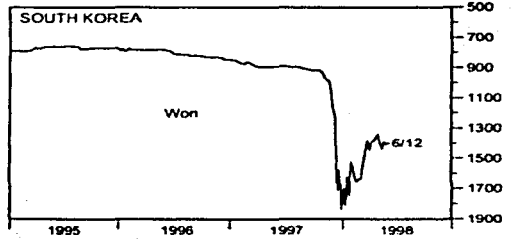
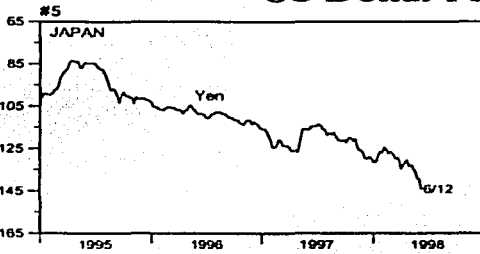
- Stock Markets: Asia -



- 10-Year Government Bond Yields -



- US Dollar Forex Rates: Asia -



TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

Bibliografía

1. Amsden, A. (1989). *Asia's Next Giant: South Korea and Late Industrialisation*, New York : Oxford University Press.
2. Bairoch, P. (1982). "International Industrialization Levels from 1750 to 1980", *Journal of European Economic History*, Vol.11, .
3. Bairoch, P. (1993). *Economics and World History*, Brighton: Wheatsheaf.
4. Banca Latina (2000). *Débiles Bancos Locales y Globalidad Ajena*.
5. Número 80, Año 7, Julio. México.
6. Banco Central de Venezuela (1999). *Seminario Internacional Globalización y Mercado de Capitales*. Caracas.
7. Bryant, R. (1987). *International Financial Intermediation*. Washington, DC: Brookings Institution.
8. Bustelo, Pablo, García Clara y Olivé Iliana (2000). *¿Cómo afrontar la Globalización Financiera? Reflexiones sobre la Liberalización, Controles de Capital y Nueva Arquitectura Financiera Internacional*. Departamento de Economía Aplicada, Universidad Complutense, Madrid.
9. Bolsa Mexicana de Valores, S.A.(1992) *El progreso de globalización financiera en México*, BMV, México.
10. Camdessus, Michel, (1988) "La economía global: ¿aún en crisis?, preparado para el Congreso Financiero Internacional, Financia '98, Madrid, Fondo Monetario Internacional, 25 de noviembre.
11. Camdessus M. 1998a. *Is the Asian Crisis Over? Address by Michel Camdessus at the National Press Club, April 2 1988, Washington DC*
12. Camdessus M. 1998b. *Capital Account Liberalization and the Role of the Fund. Remarks by Michel*
13. Camdessus at the IMF Seminar on Capital Account Liberalization, March 9 1998, Washington DC.
14. CALVO G., LEIDERMAN L. y REINHART C.(1993) "Capital Inflows and Exchange Rate Appreciation in Latin America", IMF Staff Papers, Washington.
15. Calvo, Guillermo and Mendoza, E. (1999). *Rational Contagio and the Globalization of Securities Markets*. *Journal of International Economics*. Washington.
16. Capoen G. and L. Summers (1993). "Finance and its Reform: Beyond Laissez-Faire". *World Bank Working Paper*. New York: Macmillan.
17. Carstens, Agustín (1997). *Remarks on the Conference "Strategies for Financial Sector Reform in Latin America"*. New York, Nov. 25.
18. Catao, Luis (1997). *Bank Credit in the Aftermath of the Mexican Crisis: Supply or Demand Constrained?*, International Monetary Fund, marzo.
19. CEPAL.(1995) "Políticas para mejorar la inserción en la economía mundial". Parte Tercera (La estabilidad macroeconómica y los flujos financieros internacionales), Santiago de Chile.
20. CEPAL (2000) *Serie Temas de Coyuntura. Hacia un Sistema Financiero Estable y Predecible y su Vinculación con el Desarrollo Social*. Reunión de Alto Nivel, México, D. F. 5-6 de septiembre de 1999. Santiago de Chile.
21. Corbo V. y L. Hernández (1993) "What Should Banks Do in the Financial Industry of the 1990s". En S. Faruqi (editor). *Financial Sector Reforms in Asian and Latin American Countries*. The World Bank.

22. Dunning, J.H. (1983). "Changes in the Level and Structure of International Production: the last one hundred years", de ed. M. Casson, *The Growth of International Business*, London: Allen and Unwin.
23. Eichengreen, Barry. (1999) *Toward a new financial architecture*. IIF, Washington.
24. Fischer, Stanley, 1997, 'Capital Account Liberalization and the Role of the IMF'
25. Fischer S. 1998. 'The IMF and the Asian Crisis', March 20 1998, Los Angeles.
26. Griffith-Jones S. 1996. 'How can future currency crises be prevented or better managed?' in Jan Joost Teunissen (ed), *Can Currency Crises Be Prevented or Better Managed? (The Hague, FONDAID)*.
27. Fukuyama, F. (1989). "The End of History", *The National Interest*, Vol.16.
28. Fukao, Mitsuhiro. (1998) "Japanese Financial Instability and Weakness in the Corporate Governance Structure", Faculty of Business and Commerce, Keio University.
29. Fries, Steven M. (1993) *Japanese Banks and the Asset Price "Bubble"*, IMF, WP/93/85, Washington.
30. Griffith-Jones S and Lipton M. 1987. 'International lender of last resort: are changes required?', in Z. Ros and S. Motamen (eds) *International debt and central banking in the 1980s* (London, Macmillan)
31. Galbraith, John K. (1955), *The Great Crash 1929* Houghton Mifflin.
32. Greider, William, (1998) *One World, Ready or Not* Touchstone
33. Girón, Alicia y Correa, Eugenia (1999). *Mercados Financieros Globales: Desregulación y Crisis Financieras*. México
34. Glyn, A. et al (1990). "The Rise and Fall of the Golden Age", en eds. S. Marglin y J. Schor. *The Golden Age of Capitalism*, Oxford: Clarendon Press.
35. Goaratea Yori, Carlos (1997). *Mercados Financieros Comunes y Liberalización de los Servicios Financieros: La Perspectiva Latinoamericana*. ALIDE, Lima Perú.
36. Herring, R. y R. Litan (1995). "Integrating Ntional Economies". *Financial Regulation in the Global Economy*. Washington, DC: Brookings Institution.
37. Hobsbawm, E. (1987). *The Age of Empire*, London: Weidenfeld and Nicolson.
38. Hymer, S. (1972). "The Multinational Corporation and the Law of Uneven Development", en ed. J. Bhagwan. *Economics and World Order from the 1970s to the 1990s*, Londres: Macmillan.
39. *International Monetary Fund*. (1995) *Private market financing for developing countries*, IMF World Economic and Financial Surveys, Washington.
40. *International Monetary Fund* (2000). *La Globalización: ¿Amenaza u Oportunidad? Issues Brief 00/01S*. Washington, D.C.
41. *International Monetary Fund* (1998). Address by Shigemitsu Sugisaki, Deputy Managing Director. *The Benefits and Risk Associated with de Wider Integration of International Financial Markets*. Washington, D. C.
42. IMF. (1998). *Toward a Framework for Financial Stability*. Prepared by a Staff Team led by David Folkerts-Landau and Carl-Johan Lindgren (Washington, International Monetary Fund).
43. IMF. (1997). *World Economic Outlook: Interim Assessment*, December 1997 (Washington, International Monetary Fund).
44. IMF (1995). *International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues*. Washington D.C.
45. Itzha, Swary y Barry Topf. (1993) *Desregulación financiera global*. Fondo de Cultura Económica, México

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

46. Kane, E. J. (1989). "How Market Forces Influence the Structure of Financial Regulation". En W. S. Haraf y R. M. Kushmeider (editores). *Restructuring Banking and Financial Services in America*. Washington, DC: American Enterprise Institute.
47. Kenen, Peter. (1995) *Managing the World Economy*. III. Washington.
48. Keynes, J.M. (1921). *The Economic Consequences of the Peace*. Londres: Macmillan.
49. Knight, Malcolm (1998). *Developing Countries and the Globalization of Financial Markets*. International Monetary Fund. WP/98/105. Washington, D. C.
50. Kindleberger, Charles. (1989) *Manias Panics and Crashes, a History of Financial Crises*- revised edition BB.
51. Knight, Malcolm (1999). *Los Países en Desarrollo y en Transición frente a la Globalización Financiera*. Finanzas y Desarrollo. Washington, D.C.
52. KRUGMAN, P.(1984) "The International Role of the Dollar: Theory and Prospect", U. of Chicago Press.
53. Krugman, Paul R. (1999). *De vuelta a la Economía de la Gran Depresión Virtual*. Grupo Editorial Norma. Bogotá, Colombia.
54. Kregel, J. (1994). "Capital Flows: Globalization of Production and Financing Development", UNCTAD Review.
55. Levine, R. (1997). "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda". *Journal of Economic Literature*, June 1997.
56. LUCAS R.(1990) "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries". *American Economic Review*.
57. Lewis, W.A. (1977). *The Evolution of the International Economic Order*, Princeton: Princeton University Press.
58. Lewis, W.A. (1978). *Growth and Fluctuations: 1870-1913*, Londres: Allen y Unwin.
59. Maddison, A. (1989). *The World Economy in the Twentieth Century*, Paris: Centro de Desarrollo de la OCDE.
60. MCKINNON, R.(1993) "The Rules of the Game: International Money in Historical Perspective, *Journal of Economic Literature*.
61. Maizels, A. (1963). *Industrial Growth and World Trade*, Cambridge: Cambridge University Press.
62. Mancera, Miguel.(1997) *Problems of Bank Soundness: Mexico's Recent Experience*, en Enoch, Charles y John Green (eds.), *Banking Soundness and Monetary Policy, Issues and Experiences in the global Economy*, IMF, Washington.
63. Mathieson, D. y L. Rojas-Suarez (1994). "Capital Controls and Capital Account Liberalisation in Industrial Countries". En L. Lendeman y A. Razin (editores). *Capital Mobility*. Cambridge, U.K.: Cambridge University Press.
64. Masson, P. R. (1998). "Contagion Effect: Moonsonal Effect, Spillovers, and Jumps between Multiple Equilibria", IMF, processed.
65. Mayer, A. M. (1998). "The Asian Disease: Plausible Diagnoses, Possible Remedies", *The Jerome Levy Economics Institute Working Paper*, No. 232, April.
66. McKibbin, W. J. (1998). "The Crisis in Asia: An Empirical Assessment", *Brookings Discussion Papers in International Economics*, No. 136, April.
67. Mishkin, F. (1996). "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective", NBER Working Paper, No. 5600, also in World Bank, *Annual World Bank Conference on Development Economics, 1996*, Washington DC, 1997.
68. Moreno, R., G. Pasadilla and E. Remolona (1998). "Asia's Financial Crisis: Lessons and Policy Responses". *Pacific Basin Working Paper*, No. PB98-02, July.

69. MONTIEL P. J.(1993) "Capital Mobility in Developing countries. Some Measurement Issues and Empirical Estimates", WPS 1103, International Economics Department, Banco Mundial, Washington.
70. Morgenstern, O. (1959). *International Financial Transactions and Business Cycles*, Princeton: Princeton University Press.
71. Nayyar, D. (1988). "Political Economy of International Trade in Services", *Cambridge Journal of Economics*, Vol.12.
72. Nayyar, D. (1993). "National and International Approaches to Intellectual Property Rights", en M.B. Wallerstein et al, eds. *Global Dimensions of Intellectual Property Rights in Science and Technology*, Washington DC: National Academy of Sciences.
73. Nayyar, D. (1994). *Migration, Remittances and Capital Flows*, Delhi. Oxford University Press.
74. Obstfeld, M. (1994). "The Logic of Currency Crises", NBER Working Paper, No. 4640.
75. Obstfeld, M. (1995). "Models of Currency Crises with Self-fulfilling Features", NBER Working Paper, No. 5285, also in *European Economic Review*, vol. 40, 1996
76. OLIVERA, Julio H.G.(1983) "Dinero pasivo internacional y hegemonía monetaria", *Desarrollo Económico*, Buenos Aires, abril-junio de 1983..
77. Oman, C. (1994). *Globalization and Regionalization: The Challenge for Developing Countries*. Paris, Centro de Desarrollo de la OCDE.
78. Ortíz, Guillermo.(1994) *La Reforma Financiera y la Desincorporación Bancaria*, Fondo de Cultura Económica, México.
79. Panic, M. (1992). *European Monetary Union: Lessons from the Classical Gold Standard*, Londres, Macmillan.
80. Radelet, S. and J. Sachs (1998), "The Onset of the East Asian Financial Crisis", HHD, February, processed.
81. Radelet, S. and J. Sachs (1998), "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects", HHD, May, processed.
82. Rodrick, F. (1996) *Has Globalization Gone too far*. IIE, Washington.
83. Santos Valle, José Lorenzo (1999). *Un Recurso Viable para Contrarrestar la Volatilidad y la Incertidumbre, Factores Desencadenantes de las Crisis Económico - Financieras Contemporáneas*. Universidad de Guadalajara, México.
84. Sachs, J. (1998), "The IMF and the Asian Flu", *The American Prospect*, No. 37, March-April
85. Sachs, J., A. Tornell and A. Velasco (1996), "Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995", *Brookings Papers on Economic Activity*,
86. Shirazi, J. K. (1998), "The East Asian Crisis: Origins, Policy Challenges, and Prospects", *National Bureau of Asian Research/Strategic Studies' Institute*, Seattle, June.
87. Singh, A. (1995), "How Did East Asia Grow So Fast? Slow Progress Towards an Analytical Consensus", *UNCTAD Discussion Papers*, No. 97, February.
88. Singh, A. (1998), "'Asian Capitalism' and the Financial Crisis", *CEPA Working Papers Series III*, No. 10, New School for Social Research, August.
89. Snglitz, J. (1998), "More Instruments and Broader Goals: Moving toward the Post-Washington Consensus", *The 1998 WIDER Annual Lecture*, WIDER, Helsinki, January.
90. Snglitz, J. (1998), "The Role of International Financial Institutions in the Current Global Economy", *Address to the Chicago Council on Foreign Relations*, February

91. Stiglitz, J. (1998), "Road to Recovery. Restoring Growth in the Region Could be a Long and Difficult Process", *Asiaweek*, July 17
92. Solís, Leopoldo, (1996) *Crisis Económico-Financiera 1994-1995*, El Colegio Nacional, Fondo de Cultura Económica, México.
93. Soros, George.,(1998) *La crisis del capitalismo global* Plaza&Janes
94. Soros, George.,(1995) *La alquimia de las finanzas* . Jhon Willey & Sons.
95. Stalker, P. (1994). *The Work of Strangers: A survey of international labour migration*. Ginebra, Organización Internacional del Trabajo.
96. Tinker, H. (1974). *A New System of Slavery: The Export of Indian Labour Overseas: 1830-1920*, Oxford: Oxford University Press.
97. Wade, R. (1991). *Governing the Market*. Princeton, Princeton University Press.
98. Wade, R. (1998), "The Asian Crisis and Capital Triumphalism", ODC, Washington
99. Wade, R. (1998), "From Miracle to Meltdown: Vulnerabilities, Moral Hazard, Panic and Debt Deflation in the Asian Crisis", IDS Workshop, University of Sussex, July.
100. Wade, R. (1998), "The Asian Debt-and-Development Crisis of 1997-?: Causes and Consequences", The Russell Sage Foundation, March, processed, printed in *World Development*, Vol. 26, No. 8, August 1998
101. Wade, R. and F. Veneroso (1998), "The Asian Financial Crisis: The Unrecognized Risk of the IMF's Asia Package", The Russell Sage Foundation, February,
102. Wade, R. and F. Veneroso (1998), "The Asian Crisis: The High-debt Model vs. the Wall Street-Treasury-IMF Complex", The Russell Sage Foundation, March.
103. World Bank (1997). *Flujos de Capital Privado a los Países en Desarrollo: El Camino de la Integración Financiera*. Washington, D. C.
104. Zahler, R. y C. Budnevich (1997), "Integración de Servicios Financieros en América Latina", trabajo preparado para la Tercera Conferencia Anual del Banco Mundial sobre Desarrollo en América Latina y el Caribe, Montevideo, Uruguay.

Fuentes General de Información

- Banco de Pagos Internacionales (BPI). *Investigación de la Actividad del Mercado de Divisas: 1992,1993,1994,1995,1996,1997,1998,1999*. Basilea.
- Banco de México, *Indicadores Económicos*, varias publicaciones.
- Banco de México, *Informe Anual, 1982 a 1998*
- Fondo Monetario Internacional. *Estadísticas financieras internacionales y Panorama Económico Mundial*, Washington DC, temas varios.
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). *Tendencias del Mercado Financiero y Principales Indicadores Económicos*, París, temas varios.
- *The Economist*. *A Survey of the Global Economy*, Londres, 1^o de octubre de 1994, y *A Survey of the World Economy*, Londres, 7 de octubre de 1999
- Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Comercio y el Desarrollo (UNCTAD). *Informe sobre Comercio y Desarrollo*, y *Handbook of International Trade and Development Statistics*, Ginebra, temas varios.

- SELA. Sistema De Información Económica de América Latina. Informes y conferencias de 1996-1999. Temas varios
- Centro de las Naciones Unidas sobre las Empresas (UNCTC) y UNCTAD. World Investment Report, Nueva York y Ginebra, temas varios.
- Banco Mundial. Informe del Desarrollo Mundial, Washington DC, temas varios.
- Revista the Economist. Varios Numeros.
- Bank Hofmann. Investment Perspectives. Varios Numeros
- Reportos de corredurías y Banca de Inversion.
 - Goldman & Sachs
 - Credit Suisse Group
 - Merrill Lynch
 - Morgan Stanley & Dean Witter
 - Credit Suisse First Boston
 - J.P.Morgan
 - Bank of America
 - Banamex ACCIVAL
 - Grupo Financiero Bancomer
 - Servicio de Estudios del BBVA-España
 - Banco Santander Central Hispano
 - Bank of Boston
 - Salomón Smith & Barney
 - Idea Global

Paginas de Internet

WWW.INFOSEL.COM.MX: Información financiera y noticias nacional e internacional

WWW.DATASTREAM.COM: graficas e información macroeconómica mundial

WWW.IMF.ORG: Pagina del Fondo Monetario Internacional

WWW.WORLDBANK.ORG: Pagina del Banco Mundial

WWW.IIE.COM: Pagina del Institute of International Economics

WWW.YARDENI.COM: Pagina del Economista en Jefe del Deutsche Bank

WWW.BLOOMBERG.COM: Información y noticias financieras mundiales

WWW.ECONOMIST.COM: Pagina del la revista inglesa THE ECONOMIST.

WWW.FT.COM: Pagina del periodico ingles Financial Times

WWW.BIS.ORG: Pagina del Banco Internacional de Pagos

WWW.STERN.NYU.EDU/GLOBALMACRO: Pagina principal del Investigador Nouriel Roubini con diversos temas tratados desde la Crisis Financiera Asiática en 1997

CONTENIDO GLOBAL DE LA PAGINA DE NOURIEL ROUBINI

WWW.STERN.NYU.EDU/GLOBALMACRO

The Asian Crisis

Basic Readings and References on the Causes of the Asian Crisis
Current Global Financial Issues
Proposed Policy Solutions to the Crisis, and the IMF? Role in the Crisis
The Debate on the International Capital Flows. Has Liberalization Gone Too Far? Should We Impose Capital Controls?
Country Specific Section
The Debate on the Asian Economic Miracle: Inputs Growth or Productivity Growth?
The Debate on the Role of the IMF in the Crisis: Did IMF Plans Worsen the Crisis
The Role of Banks, Financial Fragility, Systemic Risk and Short-Term Capital Flows
Rating Agencies: Why Did They Fail to Predict the Asian Crisis?
The Debate on "Crony Capitalism". Is Corruption Bad for Economic Growth?
Corporate Governance in Asia and Around the World: The Asian Model vs. the Anglo-Saxon Model
Systemic Bank and Corporate Restructuring
The Social Impact of the Crisis
Data and Reports on International Capital Flows

International Financial System

Reform of the Architecture of the International Financial System: Alternative Views
Debate on IMF and World Bank Reform
Current Global Financial Issues
Annual Meeting of the World Bank and IMF
Bail-in Burden Sharing and Private Sector Involvement in Crisis Resolution

Proposed Policy Solutions to the Crisis, and the IMF Role in the Crisis

The Debate on the International Capital Flows. Has Liberalization Gone Too Far? Should We Impose Capital Controls?

Hedge Funds, Derivatives and Systemic Risk

Brady Bonds and Emerging Market Economies' Debt Markets

The Role of Banks, Financial Fragility, Systemic Risk and Short-Term Capital Flows

Bank Supervision and Regulation and Reform of Basle Capital Adequacy Standards

Do We Need an International Lender of Last Resort?

Issues in Central Banking and Monetary Policy in Emerging Economies

Debt Relief for Highly Indebted Poor Countries (HIPC)

The Debate on Globalization. Has Globalization Gone Too Far?

Data and Reports on International Capital Flows

Financial Sector Issues

The Role of Banks, Financial Fragility, Systemic Risk and Short-Term Capital Flows

Hedge Funds, Derivatives and Systemic Risk

Brady Bonds and Emerging Market Economies' Debt Markets

Reform of Deposit Insurance Schemes in the Presence of Moral Hazard

What Causes Banking Crises, How to Prevent Them and What to Do Once They Occur?

Bank Supervision and Regulation and Reform of Basle Capital Adequacy Standards

Corporate Governance in Asia and Around the World: The Asian Model vs. the Anglo-Saxon Model

Systemic Bank and Corporate Restructuring

Recent Academic Research

Conferences and Academic Links

Asian Crisis Related Papers

Empirical Papers on Currency Crises, External Imbalances and Balance of Payments Crises

Current Account Deficits and their Sustainability

Bail-in Burden Sharing and Private Sector Involvement in Crisis Resolution

Theoretical Studies and Models of Currency Collapse
Other papers on Asian Economies
International Capital Mobility and Financial Fragility
Studies of Contagion
Exchange Rates
Dollarization Papers
Capital Account Liberalization and The Role of Capital Controls
Hedge Funds, Derivatives and Systemic Risk
Financial Distress, Systemic Bank and Corporate Restructuring
International Lender of Last Resort
Studies of Banking and Banking Crises
Recent Papers
U.S. Economy
U.S. Monetary Policy
Stock Markets
Foreign Exchange Rates
New Economy and Productivity Growth