



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

FACULTAD DE ECONOMÍA

**INCIDENCIA DE LOS FLUJOS DE CAPITAL
EN LA CRISIS MEXICANA DE 1995 Y EN
LA CRISIS ASIÁTICA DE 1997**

T E S I S

QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE

LICENCIADO EN ECONOMÍA

P R E S E N T A:

MA. DEL PILAR LUGO MENDOZA

ASESOR: DRA. MARIA ELENA CARDERO GARCÍA



MÉXICO, D.F.

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

2004



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



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.

ESTA TESIS NO SALE
DE LA BIBLIOTECA

NOMBRE: Ma. del Pilar

Lugo Mendoza

DEDICATORIAS FECHA: 01/03/04

FIRMA: Pib

A mi Familia

Ale sin ti no hubiera sido posible realizar este trabajo, gracias por todo.
En especial a mi hijo Diego, por las horas de ausencia, para ti mi angelito.

A mis Padres

Bertha y Gerardo, gracias por su confianza y apoyo que siempre me han brindado, han sido mi ejemplo para salir siempre adelante.

A mis Hermanos

Lalo y Beto, por ser mis compañeros de toda la vida.

A mis Amigos

Miriam , Rocio y Jesús, gracias por su apoyo.

A mi Universidad

Por todo lo que recibí durante mis estudios.

Asimismo, agradezco a mi asesora Maria Elena Cardero por su paciencia y dedicación, y a los profesores Noemí Levy, Antonio Gazol y Ricardo Buzo por sus observaciones y comentarios. Además a todas las personas que me apoyaron para realizar éste trabajo.

INDICE

Introducción.....	4
Capítulo I.	
Sistema Financiero Internacional	
1.1.Cambios recientes en el Sistema Financiero Internacional.....	6
1.2.Expansión del Mercado de Capitales.....	11
1.3.Nuevos agentes e instrumentos financieros.....	14
Capítulo II.	
Elementos teóricos de la liberalización y desregulación del capital financiero.	
2.1.La entrada de capitales y sus complicaciones.....	17
2.2.Apertura y crisis financiera. Los modelos de primera, segunda y tercera generación y el modelo de balanza de pagos de Krugman.....	22
2.3.Principales teorías sobre canales de contagio.....	27
2.3.1.Cadenas de transmisión	
2.3.2.Shock reales	
2.3.3.Shock de intermediarios específicos	
2.3.4.Shock del mercado financiero	
Capítulo III	
Crisis Mexicana de 1994-1995	
3.1.Reformas estructurales de la economía mexicana antes de la crisis.....	35
3.1.1. Liberalización del sector financiero	
3.1.2. Apertura comercial	
3.2.Crisis económica de 1994-1995.....	40
3.3. Interpretación de la crisis mexicana.....	46
Capítulo IV.	
Crisis del Sudeste Asiático de 1997	
4.1.Auge de los países del sudeste asiático.....	51
4.2. Liberalización financiera en países asiáticos	53
4.3. Crisis asiática.....	56
4.4.Flujos de Capital.....	60
4.5 Recuperación de la crisis.....	60
4.6 El papel del contagio.....	78

Capitulo V.	
Conclusiones	82
Anexos.....	90
Bibliografía.....	91

INTRODUCCIÓN

En los últimos años una de las manifestaciones más notables de la globalización ha sido el rápido crecimiento de las corrientes internacionales de capital privado, es decir inversiones y préstamos de un país a otro. Estas corrientes han tenido aspectos benéficos, pero también han expuesto a los países en crisis periódicas de confianza cuando las entradas de capital se han convertido en salidas.

Estas crisis pueden imponer un considerable costo económico y social. Así, las instituciones financieras internacionales y los gobiernos miembros de ellas, encaran doble desafío: evitar las crisis en la medida de lo posible y contribuir a su solución cuando haga falta.

La capacidad de mover el capital de un país a otro permite que los prestatarios financien inversiones rentables sin tener que depender de un ahorro nacional a veces escaso. Al mismo tiempo ofrece a inversores y prestamistas la posibilidad de obtener un rendimiento más elevado que el que podrían conseguir en los países de origen.

Desde una óptica mundial, los movimientos transfronterizos de capital fomentan la eficiencia y el crecimiento económicos, que muchas veces no se emplean en el uso más rentable y productivo posible, ya que son capitales especulativos de corto plazo que no pueden ser destinados a proyectos productivos.

Durante los últimos años los países en desarrollo han recibido cuantiosos flujos de capitales, debido tanto a causas exógenas (como las condiciones macroeconómicas de los países industrializados) cuanto a factores de carácter interno. Entre éstos destacan los avances económicos de los países emergentes, cuya desregulación global y relativa estabilidad cambiaría, financiera y de precios han propiciado el acelerado influjo de capitales.

Como pudieron comprobar las economías del sudeste de Asia en 1997 y en México en 1995, el súbito cambio de signo de un volumen enorme de entradas de capital y la escasez de moneda extranjera que ello entraña, puede causar grandes desequilibrios económicos, como la caída del valor de la moneda de un país en los mercados de divisas, lo que a su vez conduce al encarecimiento de las importaciones y del servicio de la deuda expresada en moneda extranjera.

En el presente trabajo se estudian las crisis financieras de los países asiáticos y de México, los cuales dependen en forma importante de la entrada de capitales extranjeros para financiar sus economías.

En la primera parte del estudio se muestra el desarrollo reciente del Sistema Financiero Internacional. En el capítulo dos se mencionan las principales teorías que han impulsado la idea de la liberalizar los mercados financieros para atraer ahorro externo y con ello complementar el ahorro interno de un país para invertir en proyectos productivos.

Asimismo, se puntualiza sobre los modelos que establecen las causas que llevan a una crisis, y los estudios recientes sobre los canales de contagio dentro y fuera de un país.

En el capítulo tres se analizan las causas de la crisis mexicana, la liberalización financiera de la cuenta de capital que condujo a grandes entradas de capitales extranjeros, y a la crisis de 1994 -1995.

El cuarto capítulo se refiere al estudio de las economías asiáticas que presentaron deterioro dentro de sus estructuras después de liberalizar sus mercados de capitales y sufrieron severas crisis por medio del contagio.

Por último se mencionan algunas conclusiones.

CAPITULO I SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

El sistema financiero internacional ha sufrido profundas transformaciones en el último cuarto de siglo, entre ellas podemos mencionar el rompimiento del Sistema Bretton Woods y la modificación del sistema de tipos de cambios fijos hacia un sistema flexible, desregulación financiera, la liberalización en muchos países de la cuenta de capital y el movimiento internacional de capital especulativo.

En este capítulo se exponen algunos de los principales cambios ocurridos en el sistema financiero internacional, la expansión del mercado de capitales y los nuevos agentes e instrumentos financieros que también han contribuido a la rápida transformación económica a nivel mundial.

1.1. Cambios en el Sistema Financiero Internacional

En la era del régimen del Patrón Oro, los pagos internacionales se liquidaban en cualquiera de las monedas convertibles en oro, adquiridas en los mercados locales o internacionales a cambio de la propia moneda nacional al tipo de cambio fluctuante, al que se cotizaba en cada momento. (Tamames)

El sistema Patrón Oro que fue abandonado durante el periodo de entreguerras¹ creó un cambio en la situación de fluidez de los pagos internacionales, ya que todas las monedas, entre los años 1929 y 1939, excepto el dólar dejaron de ser convertibles en oro. Este período se caracterizó por ser una etapa de depresión económica generalizada y en muchos casos, el aislamiento de las economías nacionales y la tendencia hacia la autarquía.

En 1944, después de la Segunda Guerra Mundial, en la reunión de Bretton Woods se estableció un patrón dólar-oro y dos instituciones rectoras del sistema financiero internacional, el Fondo Monetario Internacional (FMI)² y

¹ Los mismos países europeos abandonaron en bloque el patrón oro durante la primera guerra mundial. Su restablecimiento fue difícil en la década de 1920 y, finalmente, fue abandonado durante la depresión de los años treinta. La doble tensión provocada, por una parte, por el conflicto entre las políticas de austeridad y la presión social que enfrentaban los países durante las crisis y, por otra, entre las funciones de regulación monetaria y las de prestamistas de última instancia de los bancos centrales, terminó por sepultar este sistema en los países desarrollados.

² El FMI es un organismo especializado de las Naciones Unidas que desempeña tres clases de funciones interrelacionadas: establece las normas del sistema monetario internacional,

el Banco Mundial. Las bases del sistema de cambios estaban reguladas por normas específicas sobre paridades de las monedas, reglas respecto a su modificación (devaluaciones o reevaluaciones) y especificaciones en lo relativo a las restricciones comerciales y controles monetarios. También se pretendía amortiguar los desequilibrios de balanza de pagos de los países miembros, contribuyendo a la cobertura de su déficit, para evitar el descenso del nivel de sus reservas de divisas.

En este sistema destaca la hegemonía de los Estados Unidos, ya que los países declaraban sus tipos de cambio fijos en relación al dólar y había un precio invariable del dólar en oro, 35 dólares la onza. Los países miembros mantenían sus reservas principalmente en forma de oro o dólares, y tenían derecho de vender sus dólares a la Reserva Federal a cambio de oro al precio oficial. El sistema era de patrón de cambio dólar-oro en el que el dólar era la principal moneda de reserva. (Krugman)

La compra o venta de divisas por medio de los acuerdos bilaterales de crédito o créditos swap, dotaron al sistema de consistencia suficiente para resistir los embates de la crisis y la desconfianza que desde 1960 se acentuó por el crecimiento del volumen de dólares en circulación.

Desde 1960 se observaban debilidades del funcionamiento del FMI, ya que las reservas de EE.UU. empezaron a ser insuficientes para respaldar la convertibilidad dólar-oro.

Entre 1949 y 1968, los dólares-billetes, en el exterior de EE.UU. pasaron de 6,400 a 35,700 millones, y durante el mismo lapso las reservas oro en poder de EE.UU. se contrajeron de 24,600 a 10,000 millones de dólares. (Tamames)

Esta expansión fiduciaria del dólar se vio consolidada por medio de una serie de acuerdos bilaterales de Estados Unidos con varios Bancos Centrales, en virtud de los cuales estos últimos renunciaron a reclamar la convertibilidad de sus reservas en dólares. Esas medidas fueron las que en buena medida permitieron la fuerte penetración norteamericana en todo el mundo en los años 60 y 70.

El Sistema Monetario Internacional, patrón dólar-oro, estuvo gobernado por los intereses expansivos de los EE.UU., ya que fue capaz de separarse de esquemas tradicionales del Patrón -Oro, e ir transformando paulatinamente al sistema monetario internacional en un Patrón Fiduciario internacional

presta asistencia financiera en determinados casos a los países miembros, y actúa como órgano consultivo con los Gobiernos.

con base en el dólar, es decir basado en la credibilidad y confianza de los miembros del FMI en el dólar.

Para aumentar la liquidez internacional, se reforzó al FMI por medio de la inyección de Derechos Especiales de Giro (DEG), que son simples partidas contables de una cuenta especial llevada por el FMI, que asigna a cada país afiliado un monto de DEG en proporción a su cuota en el Fondo, los cuales no pueden ser utilizados en la compra de bienes y servicios. Su utilidad, es que mediante ellos los países con situación de escasa liquidez pueden conseguir divisas utilizables transfiriéndoles sus DEG a otros países miembros del FMI.

Pero los DEG fueron insuficientes, ya que las primeras emisiones para afrontar las necesidades de liquidez del mercado internacional fueron cortas y se vieron afectados por el aumento del déficit de la balanza de pagos norteamericana que inyectó demasiados dólares al Sistema Monetario Internacional, generando especulación en torno a su moneda.

Desde 1968, se detectó un gran cambio de dólares por oro, principalmente en Francia, lo que provocó una elevación del precio del metal y una devaluación del precio del dólar en 1970, lo que aunado al déficit de la balanza de pagos, el déficit fiscal y la inflación de EE.UU., llevó a que se suspendiera, en 1971, la convertibilidad del dólar por oro.

Sin embargo, el patrón monetario permitió durante estos años las inversiones de capitales de las grandes empresas multinacionales estadounidenses, lo que trajo consigo que en 1971 existieran unos 62,100 millones de dólares fuera del país, circulando en forma de eurodivisas y eurodólares³. A lo anterior se suma que el déficit fiscal se agravó por los gastos militares de la guerra de Vietnam.

Asimismo, la aceleración de la inflación estadounidense a finales de los años setenta tuvo un impacto mundial, derivado del crecimiento de la oferta de dólares generándose un incremento automático de las tasas de crecimiento monetario y de la inflación en el extranjero, a medida que los bancos centrales compraban la moneda de reserva para mantener su tipo de cambio y expandir, en ese proceso su oferta monetaria, viéndose los países forzados a importar la inflación de los Estados Unidos. (Krugman)

La no convertibilidad del dólar estuvo acompañada de una serie de medidas económicas en defensa del dólar: fijación de una sobre tasa para

³ La eurodivisas son los depósitos internacionales en bancos nacionales. Los eurodólares son los depósitos en dólares fuera de los Estados Unidos

las importaciones en EE.UU. de un 10% de aumento de los derechos arancelarios, congelación de precios y salarios por tres meses, y peticiones norteamericana al FMI de acelerar los trabajos para la reforma del sistema monetario internacional. Sin embargo, todas estas medidas resultaron insuficientes para reducir la intensa presión sobre el dólar. (T amames)

Después de 1971, el "Grupo de los Diez" (Estados Unidos, Reino Unido, R.F. de Alemania, Francia, Italia, Japón, Holanda, Canadá, Bélgica y Suecia) estableció una nueva paridad del dólar de 38 dólares la onza, conocido como el acuerdo Smithsoniano, lo que resultó insuficiente. Dando lugar a un nuevo ajuste de 42.22 dólares la onza en 1973, con una ampliación de las bandas de flotación del tipo de cambio en varios países.

En la Reunión de Nairobi (1973) se decidió la conformación del Comité de los Veinte⁴ y se impulsó la desmonetización del oro permitiéndose que los países decidieran sobre su política de tipo de cambio, fija o flotantes, según su conveniencia.

La crisis del petróleo originada según algunos analistas, como represalia árabe por la ayuda norteamericana a Israel en la IV guerra árabe-israelí, que resultó en un aumento de 3.5 a 12 dólares por barril de 1973 a 1976, provocó un aumento del déficit de la cuenta corriente de muchos países importadores y el superávit de los países exportadores de petróleo.

La caída del Shah de Irán en 1976 fue el inicio de una segunda ronda de aumentos en el precio del petróleo debido a la interrupción de las exportaciones desde ese país, aumentando los precios de 13 dólares por barril en 1978 hasta cerca de 32 dólares por barril en 1980. En general en esos años los países importadores de petróleo se enfrentaron a una estanflación.⁵

El ya mencionado shock del petróleo de 1973, también tuvo repercusiones financieras y dio lugar a un periodo lento de crecimiento económico mundial y el incremento en la volatilidad de las tasa de interés y provocó modificaciones en el sistema financiero mundial, como los cambios en la dirección de los flujos de ahorro e inversión, por medio de la colocación de recursos crecientemente capitalizados por los países de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), para el financiamiento del déficit

⁴ El nombre completo del grupo fue Comité de la Junta de Gobernadores para la reforma del Sistema Monetario Internacional y Cuestiones Afines. Los representantes eran del reino Unido, India, Brasil, Marruecos, Suecia, Francia, Etiopía, Argentina, Italia, México, Zaire, República Federal de Alemania, Estados Unidos, Australia, Canadá, Japón, Bélgica, Indonesia e Irak.

⁵ Estancamiento: es una combinación de estancamiento en la producción y alta inflación.

de los países industrializados. Para lo cual fue necesario el desarrollo de un sistema financiero mundial más liberalizado. El sector financiero se alimentó de la recirculación de los petrodólares que crearon enormes deudas con los bancos privados encargados de recircular los excedentes monetarios de los países árabes.

La política económica norteamericana no favoreció la estabilidad en los tipos de cambio y contribuyó negativamente a la cotización del dólar en términos del Yen y el Marco, hasta 1981. Ese año, Estados Unidos aumentó sus gastos de defensa y elevó sus tipos de interés para atraer capitales, lo que unido a una fuerte caída de la tasa de inflación y a una progresiva recuperación de la economía norteamericana, supuso una fuerte sobrevaluación del dólar frente al Yen y el Marco durante 1982 y 1985. El dólar bajo esa firmeza se consolidó como patrón monetario internacional.

Debido a la creciente especulación sobre el dólar, los bancos centrales de los países más desarrollados de Occidente acordaron sostener el dólar, apoyando un sistema monetario internacional hegemónico por la moneda norteamericana.

La influencia de los Estados Unidos se refleja en su poder de voto dentro del FMI, al disponer de una cuota superior al 15%, más que proporcional a su PNB. Las cuotas del Reino Unido, Canadá, India, Holanda y Bélgica también son muy superiores a lo que correspondería a sus respectivos PNB.

Así el FMI, estableció una serie de normas para proporcionar préstamos, destacando entre ellos, la condicionalidad, que es la obligación del país deudor de formular un programa económico dirigido a la estabilidad de variables macroeconómicas como la balanza de pagos, el crédito interno, déficit del sector público, el tipo de cambio y la deuda externa.

De esa forma, el FMI, impregnado de un monetarismo beligerante, se convirtió en muchos países -y sobre todo en Latinoamérica y el pago de su deuda externa- en sinónimo de intervencionismo de EE.UU. en las políticas nacionales de todo el mundo. (Tamames).

En este sentido, el FMI es un organismo compuesto por la mayoría de las naciones pero que responde fundamentalmente a los intereses hegemónicos de Estados Unidos.

La doble función del dólar de tener poder de compra de productos norteamericanos o ser utilizado como moneda internacional, lo ha llevado a ser reconocido como billete de banco de validez universal, y a la

conversión del Sistema de la Reserva Federal de los EE.UU., en el banco central de todo el mundo.

Por otra parte, la creación del Banco Mundial en 1944, para la reconstrucción y fomento de los territorios de los países miembros, donde también los EE.UU. tiene la mayor proporción de votos, facilitó la inversión de capital en los países subdesarrollados para proyectos de transporte, telecomunicaciones, industria, etc.

Así, el Banco Mundial ha propiciado la interrelación de los mercados de capitales, ya que coloca bonos y pagarés directamente de sus gobiernos miembros, entidades gubernamentales y bancos centrales, y ofrece emisiones a los inversionistas y los mercados comerciales, procurando diversificar los mercados, a fin de evitar excesiva dependencia de un mercado en particular.

1.2. Expansión del Mercado de Capitales

Un paso importante hacia la creación del actual mercado internacional de capitales fue la expansión del intercambio de monedas extranjeras, ya sea en el comercio o en el mercado de capitales, lo que generó que los mercados financieros de los diferentes países se volvieran cada vez más integrados.

Asimismo, la posibilidad de que un país ganara o perdiera reservas internacionales se vio aumentada, debido a las crecientes oportunidades para mover los fondos a través de las fronteras, además de la relación estrecha de los tipos de interés nacionales y la velocidad con la que se realizan los cambios financieros.

Debido a la interrelación de los mercados, los bancos centrales de los países han tenido que poner mayor atención a los cambios de política económica y condiciones financieras del exterior.

El mercado en el que los residentes de distintos países comercian activos se llama mercado internacional de capitales, el cual, no es un único mercado; es un conjunto de mercados estrechamente interconectados en los que se intercambian activos de ámbito internacional.

Los participantes en este mercado son los bancos comerciales, grandes empresas, instituciones financieras no bancarias, bancos centrales y otras instituciones públicas, que se encuentran relacionados por una red de centros financieros mundiales unidos por una sofisticada tecnología de comunicación.

Existen tres tipos de intercambios: intercambio de bienes y servicios por bienes y servicios, intercambio de bienes y servicios por activos e intercambio de activos por activos. Si se registra un volumen grande de intercambio de activos es porque ese intercambio, como el que existe entre bienes y servicios, produce beneficios a todos los países involucrados.

En 1970, los activos extranjeros en manos de los residentes de los Estados Unidos eran igual al 6.2% del stock de capital de ese país, mientras que los derechos de los extranjeros sobre los Estados Unidos ascendía al 13.2% del capital. El 1993 los activos en el extranjero propiedad de estadounidenses ascendían al 13.2% del capital de Estados Unidos, mientras que los activos extranjeros en EE.UU. habían aumentado hasta el 15.7% del capital de Estados Unidos. (Krugman)

Las bolsas de valores de todo el mundo han establecido vínculos de comunicación más estrechos y las empresas muestran una mejor disposición a vender todo tipo de activos, bonos, acciones, etc.

Japón empezó una gradual apertura de sus mercados financieros a finales de los años setenta; Gran Bretaña eliminó en 1979 las restricciones que prohibían la participación en los mercados financieros de otros países y la Unión Europea emprendió a finales de los ochenta un amplio programa de unificación del mercado, para integrar sus mercados financieros más plenamente en el mercado global de capitales.

Por otra parte, las operaciones bancarias internacionales están en gran parte desprotegidas de las salvaguardas que los países imponen para prevenir las quiebras bancarias en la nación. Además, la oportunidad que tienen los bancos de desviar operaciones hacia el exterior ha socavado la efectividad de la supervisión de los bancos nacionales.

Desde 1974 el Comité de Basilea de supervisores de los bancos de los países industrializados ha trabajado para estimular la cooperación en las regulaciones en el área internacional. El Concordato de 1975 de este grupo asignó las responsabilidades nacionales de vigilar las instituciones bancarias y de velar por el intercambio de información. Sin embargo todavía existen dudas acerca de las obligaciones de un banco central como prestamista internacional de última instancia. La tendencia hacia la seguridad ha aumentado la necesidad de la cooperación internacional en la vigilancia y regulación de las instituciones financieras no bancarias.

El crecimiento del comercio internacional de divisas ha ido de la mano de las actividades bancarias internacionales, ampliando la posibilidad de los

intercambios en el mercado de divisas a través de los depósitos en los bancos, es decir, un depósito bancario denominado en una moneda distinta de la que existe en el país donde el banco reside, por ejemplo, depósitos de yenes en un banco de Londres, o depósitos de francos franceses en Zurich.

Tales situaciones dan auge a los depósitos internacionales, llámados eurodivisas, los depósitos fuera de los Estados Unidos se le denomina eurodólares y los bancos que aceptan depósitos en eurodivisas se llaman eurobancos.

Una causa del rápido crecimiento de las operaciones bancarias y del intercambio de divisas, ha sido el crecimiento del comercio internacional y la cada vez mayor actividad de naturaleza multinacional y de las empresas, que requieren de servicios financieros en los países donde realizan actividades comerciales.

Asimismo, las operaciones bancarias se han globalizado, a medida que los bancos se han expandido desde sus propios países de origen hacia los centros financieros internacionales.

Adicionalmente, las empresas desarrollaron la estrategia de diversificar las fuentes externas de financiamiento, mediante la expansión de emisión de bonos corporativos y acciones denominadas en moneda extranjera y la tendencia a la diversificación de instrumentos tales como bonos convertibles, warrants, etc. Al igual que los gobiernos para financiar sus deudas externas e internas comenzaron a emitir papel comercial negociado en el exterior y con adscripción de extranjeros. (Bolsa Mexicana de Valores 1997)

Las nuevas formas organizativas de producción, para disminuir los periodos productivos, reducir costos y abastecerse de tecnología para volverse más competitivas, utilizaron esta expansión del sistema financiero internacional, lo que dio como resultado una mayor proximidad entre productores y abastecedores. Es decir, con la creciente internacionalización de las economías, las grandes organizaciones productivas buscan las ventajas que los diferentes países ofrecen en términos de abaratamiento de mano de obra, de insumos, condiciones de infraestructura y financieras de tipo de cambio, impositivas, de mercado, logrando un mayor rendimiento en las inversiones directas y de cartera de corto plazo.

Cabe destacar que las innovaciones tecnológicas desarrolladas en este mercado, como lo fue la nueva tecnología en computación y la modernización del sistema de telecomunicaciones, han permitido

perfeccionar el arbitraje entre mercado y las operaciones de comercio de activos financieros, así como también ha aumentado la integración de mercados en el mundo y ha hecho factibles las negociaciones internacionales las 24 horas del día.

1.3 Nuevos Agentes e Instrumentos Financieros

Los cambios en la estructura financiera y bursátil provocados por la globalización trajeron consigo el surgimiento y modificación de los intermediarios financieros, así como también de los instrumentos con los que se opera en este nuevo mercado, esto es de nuevas formas de operación y de reducción de riesgos.

El perfil de los intermediarios financieros ha cambiado con el propósito de adecuarse a las exigencias de un mercado que cuenta con una sofisticada red de interrelaciones económicas en el nivel internacional.

Dentro de los nuevos agentes financieros, están los inversionistas institucionales que comercian con grandes volúmenes de valores, de tal forma que se observa un paulatino dominio de estos agentes dentro de las actividades de los mercados internacionales, en sustitución de los inversionistas individuales.

Los inversionistas institucionales a diferencia de los individuales, cuentan con una mayor habilidad para formular, analizar y desarrollar proyectos de inversión para una multiplicidad de inversionistas y mercados. Igualmente se encuentran mejor informados y capacitados para trabajar con una amplia gama de productos y mecánicas de operación.

Bajo esta perspectiva, los intermediarios financieros constituyen la llamada Banca Universal, ofreciendo múltiples servicios financieros, incluida la emisión y colocación de valores, eliminando la división entre banca de inversión y banca comercial. Además de ofrecer una gama de productos financieros que van desde los tradicionales, como los depósitos en cuenta corriente o a la vista, instrumentos de inversión a diferentes plazos y rendimientos, tarjetas de crédito, etc., hasta el manejo de portafolios de inversión (que puede incluir administración, valuación y asistencia), coberturas cambiarias, futuros, servicios de asesoría y corretaje de seguros y bienes raíces etc.

Además la necesidad de multiplicar los servicios financieros ha hecho que estos intermediarios financieros se constituyan en Grupos Financieros que incluyen a casas de bolsa, compañías de seguros, bancos, arrendadoras y afianzadoras, lo que les da la posibilidad de operar en paquete.

La principal ventaja de operación de estos grupos es el aprovechamiento de las economías a escala derivadas de las empresas multiproducto, que implica una disminución de los márgenes de intermediación y del costo de los servicios financieros ofrecidos. Pero no genera los mismos beneficios para las economías con bajo nivel de crecimiento, ya que sólo provoca desequilibrios macroeconómicos y altos costos de producción debido a las altas tasas de interés necesarias para atraer capitales por medio de la emisión de nuevos instrumentos financieros que hacen la deuda pública más grande.

Las innovaciones financieras han creado nuevos productos financieros los cuales pueden dividirse en tres categorías: los de transferencia de riesgo - precio, los de transferencia de riesgo-crédito y los que generan liquidez.

Los primeros permiten la transferencia directa de riesgo-precio a una contraparte, quien se encuentra dispuesto a asumirlo y cuya existencia es imprescindible para el mercado, ya que toma la posición contraria a los agentes que buscan la cobertura del riesgo.

Los productos de esta primera categoría son los llamados productos derivados, denominados así porque su valor depende del valor de uno o varios instrumentos básicos. En muchas ocasiones dichos productos dependen del valor de determinada acción o bono, aunque también pueden basarse en otras variables como las tasas de interés, tipos de cambio e índices bursátiles representativos de sectores o de un mercado en su conjunto.

Los productos derivados mas comunes son los futuros, las opciones y los swaps tanto de las tasas de interés como de tipos de cambio y de algunos otros productos. Dando al inversionista la oportunidad de cubrir todo tipo de riesgos.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

Los futuros son instrumentos que reflejan un acuerdo entre dos participantes para comprar o vender un activo en una fecha y a un precio determinado por las dos partes. Sus características más importantes son que el acuerdo es estandarizado y el precio es la única variables. De acuerdo con esto, las transacciones con futuros pueden producirse por dos motivos; de una parte por la ventaja que proporcionan al especulador de una alta liquidez y por el proceso de protección que implica reducir o transferir el riesgo derivado de las tasas de interés y del tipo de cambio.

Las opciones otorgan al tenedor el derecho pero no la obligación de comprar (call option) o vender (put option) un instrumento dentro de cierto

La principal ventaja de operación de estos grupos es el aprovechamiento de las economías a escala derivadas de las empresas multiproducto, que implica una disminución de los márgenes de intermediación y del costo de los servicios financieros ofrecidos. Pero no genera los mismos beneficios para las economías con bajo nivel de crecimiento, ya que sólo provoca desequilibrios macroeconómicos y altos costos de producción debido a las altas tasas de interés necesarias para atraer capitales por medio de la emisión de nuevos instrumentos financieros que hacen la deuda pública más grande.

Las innovaciones financieras han creado nuevos productos financieros los cuales pueden dividirse en tres categorías: los de transferencia de riesgo - precio, los de transferencia de riesgo-crédito y los que generan liquidez.

Los primeros permiten la transferencia directa de riesgo-precio a una contraparte, quien se encuentra dispuesto a asumirlo y cuya existencia es imprescindible para el mercado, ya que toma la posición contraria a los agentes que buscan la cobertura del riesgo.

Los productos de esta primera categoría son los llamados productos derivados, denominados así porque su valor depende del valor de uno o varios instrumentos básicos. En muchas ocasiones dichos productos dependen del valor de determinada acción o bono, aunque también pueden basarse en otras variables como las tasas de interés, tipos de cambio e índices bursátiles representativos de sectores o de un mercado en su conjunto.

Los productos derivados mas comunes son los futuros, las opciones y los swaps tanto de las tasas de interés como de tipos de cambio y de algunos otros productos. Dando al inversionista la oportunidad de cubrir todo tipo de riesgos.

Los futuros son instrumentos que reflejan un acuerdo entre dos participantes para comprar o vender un activo en una fecha y a un precio determinado por las dos partes. Sus características más importantes son que el acuerdo es estandarizado y el precio es la única variables. De acuerdo con esto, las transacciones con futuros pueden producirse por dos motivos; de una parte por la ventaja que proporcionan al especulador de una alta liquidez y por el proceso de protección que implica reducir o transferir el riesgo derivado de las tasas de interés y del tipo de cambio.

Las opciones otorgan al tenedor el derecho pero no la obligación de comprar (call option) o vender (put option) un instrumento dentro de cierto

plazo y a un cierto precio. Los instrumentos pueden ser un activo, bonos, contratos a futuro, tasas de interés, tipos de cambio, índices de acciones, etc. En esta operación, la contraparte paga una prima por el privilegio de comprar o vender el instrumento al precio prefijado.

Los swaps son acuerdos entre dos participantes para intercambiar flujos de dinero en fechas futuras específicas, derivados de la aplicación de una fórmula sobre la tasa de interés o tipo de cambio, convenida por ambas partes. Estos instrumentos permiten sacar ventaja del arbitraje entre el mercado de bonos a tasas fijas y la tasa flotante del mercado de crédito a corto plazo.

Así, tanto los swaps de tasa de interés como de tipo de cambio, no implican el intercambio del principal, dado que el monto de riesgo es el monto de interés o tipo de cambio pagable.

Los segundos nuevos instrumentos que transfieren el riesgo crédito lo hacen a través de la movilización de documentos de préstamo. Dentro de estos se encuentran las letras de crédito, las facilidades para la emisión de letras, los préstamos transables, el factoraje, el arrendamiento financiero y todos los derivados del proceso de valorización de los activos. Esta a su vez, ha tomado tres formas: las ventas y comercio de préstamos bancarios, la emisión de valores que actúan como sustitutos de los préstamos, tales como el papel comercial, los pagarés de tasa flotante y los europagarés, y finalmente la emisión de valores de activos respaldados.

Por último, los productos dirigidos a acrecentar la liquidez permiten la negociación de los instrumentos financieros. Entre esto se consideran los hipotecarios con garantía colateral, las facilidades para la transferencia de préstamos, etc. En la actualidad la compra o emisión de estos instrumentos se da en forma combinada, lo cual permite a los participantes reducir los riesgos no sistémicos existentes en el mercado.

La dinámica en la creación de estos productos ha contribuido a mejorar la eficiencia de los mercados financieros, además de correlacionar a los mercados internacionales en mayor medida por medio de la información disponible en un momento determinado, lo cual se ve reflejado en los precios de las operaciones.

**CAPITULO II
ELEMENTOS TEÓRICOS DE LA LIBERALIZACIÓN Y
DESREGULACIÓN DEL CAPITAL FINANCIERO**

Para la mayoría de los países en desarrollo, siempre ha sido fundamental la entrada de capitales extranjeros para complementar su ahorro interno y lograr el crecimiento económico. En años recientes muchos de ellos, con vistas a facilitar la obtención de estos recursos externos han intensificado sus procesos de liberalización de mercados, tanto del sector financiero como del comercial.

2.1 La entrada de capitales y sus complicaciones

Los flujos de capital externo han jugado un papel importante en el desarrollo de las economías en los últimos años. En principio los beneficios son: mejor asignación macroeconómica de los recursos, movilización del ahorro externo y mayor credibilidad para las autoridades monetarias.

Se supone que los movimientos de capital mejoran la eficiencia de la asignación mundial de recursos (Hausmann y Rojas Suárez 1996). En principio cuando hay movilidad de capital los ahorradores del país rico renuncian a hacer inversiones de menor rendimiento en su país a cambio de mayor rentabilidad en el país pobre, con el fin de obtener una mayor ganancia, lo cual ayuda al país pobre a incrementar su inversión y el ingreso nacional.

En tanto, la teoría neoclásica indica que el nivel de ahorro determina automáticamente el nivel de inversión y se argumenta que el lento crecimiento y escaso desarrollo de los países se debe a la insuficiencia de la generación de ahorro necesario para financiar el proceso de inversión y acumulación del capital, se crea la posibilidad de aplicar políticas orientadas a cubrir los faltantes de dicho ahorro a fin de acelerar el proceso de acumulación de capital.

En los países en desarrollo el capital es el factor escaso de la producción. El ingreso y el ahorro representan restricciones a la acumulación acelerada de capital y al crecimiento. Por tanto, el ahorro externo en la forma de entrada de capital puede complementar el ahorro interno, e impulsar el crecimiento. A su vez, la expansión de ingreso agregado puede elevar aún más el ahorro interno y la inversión, creándose con ello la base de una expansión económica sostenida.(CEPAL 1995)

Bajo este contexto, existe un amplio consenso de que la movilidad internacional del capital es un componente necesario del proceso de desarrollo. Sin embargo, la mayoría de dichos argumentos analizan el capital en su conjunto haciendo abstracción de condiciones como las ineficiencia en la información, la estructura del mercado donde se invierte, el volumen de las inversiones, costos y volatilidades, y las matrices político – económicas del país.

Durante la décadas de 1950 y 1960 el pensamiento sobre el desarrollo se centro en la actividad económica real y no en las cuestiones relativas al dinero y los mercados financieros. Entretanto, la planificación de la inversión por parte del gobierno y la intervención estatal en los procesos de ahorro-inversión se consideraban como algo aceptable y necesario para el desarrollo.

Sin embargo, la necesidad de consolidar los mercados financieros dio inicio a un cambio decisivo de dirección en las políticas de desarrollo, con lo cual surgieron importantes estudios que se centraron en la necesidad de reducir la intervención gubernamental y liberalizar los mercados , poniendo énfasis en los mercados financieros internos.⁶

Es decir, se necesitaba de una cuenta de capitales abierta como medio para incrementar el ahorro interno, ampliar el grado de desarrollo de los mercados financieros internos, reducir el costo de la intermediación financiera mediante una mayor competencia, satisfacer la demanda de diversificación de riesgo de los individuos y optimizar la asignación de recursos a nivel nacional y mundial. En suma se apelaba a la mayoría de los beneficios de la movilidad de capital para el crecimiento de la s economías en desarrollo.

Los estudiosos sostenían como principal argumento que los mercados financieros eran el centro del proceso de ahorro e inversión y que lo característico era que la intervención gubernamental reprimiera su funcionamiento con consecuencias negativas para el crecimiento.

La llamada represión financiera posee muchas dimensiones, pero la existencia de tasas e interés real bajas o negativas constituye el meollo del argumento. Por tanto, prescribían como solución fundamental la desregulación financiera interna y la liberalización de las tasas de interés. Se preveía que esto iba a elevar el ahorro interno, estimular más inversión, mejorar la equidad, reducir la dependencia de la ayuda externa y elevar las tasas de crecimiento.

⁶ Los estudios pioneros fueron realizados por Shaw (1973) y McKinnon (1973)

Los bancos comerciales de los países en vías de desarrollo operaban bajo un gran conjunto de restricciones gubernamentales, tales como los topes legales de las tasas de interés de los préstamos, las elevadas proporciones de reservas y los requerimientos de liquidez. Dichas medidas interferían entre los precios de los activos nacionales y extranjeros, así como propiciaban el surgimiento de intermediarios financieros informales.

La falta de libertad bancaria para manejar cartera de préstamos reales, basándose en el principio de maximización de ganancias, entorpece la canalización de los créditos otorgados, ya que de otra forma los bancos podrían evaluar el alto rendimiento de un préstamo con el incumplimiento de pago; además, la mala redistribución de los depositantes en cuanto a la rentabilidad obtenida por sus ahorros, genera reducción de los mismos, debido a que la canalización de su inversión se realiza fuera del sistema financiero organizado, y propicia la modalidad de autofinanciamiento por parte de las empresas, lo cual no explica una eficiente utilización del capital.

Esta situación, según McKinnon es conocida como represión financiera, es decir, el sistema financiero de la mayoría de los países en vías de desarrollo está reprimido (manteniendo el tamaño pequeño) por una serie de intervenciones gubernamentales que tienen el efecto de mantener muy baja (y a menudo en niveles negativos) las tasas de interés que los bancos nacionales pueden ofrecer a los ahorradores. (Agénor y Montiel, 2000)

En gran medida, la motivación para este conjunto de intervenciones es de naturaleza fiscal. Por tanto, el gobierno utiliza el sistema financiero para financiar el gasto de desarrollo en dos formas:

1. Imponiendo grandes requerimientos de reserva y liquidez a los bancos, crea una demanda de sus propios instrumentos que pagan y que no pagan intereses, respectivamente. Por lo que puede financiar su propio gasto de alta prioridad emitiendo deuda.
2. Manteniendo bajas tasas de interés mediante la imposición de topes de tasas de interés de los préstamos, creando una demanda excesiva de créditos, que requiere que el sistema bancario destine una fracción fija del crédito disponible para los sectores prioritarios.

Bajo este contexto, una característica económica fundamental que diferencia a los países en vías de desarrollo es la estructura de sus sistemas financieros, por su limitación en tamaño y distribución geográfica.

Capítulo II. Elementos Teóricos de la Liberalización y Desregulación del Capital Financiero

En muchos países en desarrollo, la combinación de la tasa de interés nominal sobre los depósitos y una inflación entre moderada y alta ha generado a menudo tasas de rendimiento negativas sobre los activos financieros nacionales, lo que tiene un efecto adverso sobre el ahorro y el proceso de intermediación financiera.

Los topes de la tasa de interés introducen una cuña entre las tasas de rendimientos sociales y privadas de la acumulación de activos, distorsionando así la economía. Además, los efectos de carteras de tales topes propician la disminución de la intermediación financiera, porque los ahorradores se ven inducidos a cambiar de la adquisición de créditos contra el sistema bancario, a la acumulación de activos extranjeros.

Las consecuencias de la represión financiera para la distribución del ingreso surgen porque este sistema transfiere recursos de los ahorradores efectivos y potenciales, así como de los prestatarios excluidos, a los prestatarios favorecidos que pueden adquirir recursos a las tasas contratadas.

Por otra parte, la represión financiera del sistema financiero interno de los países en vías de desarrollo está acompañada casi siempre de controles de los movimientos de capital, a fin de impedir que las restricciones impuestas a las intermediarias financieras nacionales sean eludidas por medio de las intermediarias extranjeras

Debido a dicha represión McKinnon sustenta la teoría de la liberalización del sistema financiero con una política de tasa de interés elevada en los países en vías de desarrollo, ya que argumenta que un aumento de la tasa de interés de los ahorros y depósitos a corto plazo elevaría la tasa de ahorro del país y con ello el crecimiento económico.

Por tales motivos, se busca, con la liberalización financiera elevar el ahorro financiero y mejorar la asignación de la inversión, por medio del mecanismo de la elevación de las tasas de interés, con lo cual se estimularía el crecimiento económico, se incrementaría el empleo y mejoraría la distribución del ingreso.

Pero aún si se eliminan los topes oficiales a la tasa de interés u otras restricciones, el encaje legal implica un mayor costo para las entidades bancarias, forzando a los bancos comerciales a reducir las tasas de interés de los depósitos e incrementar a su vez las tasas de interés sobre los préstamos, con lo cual se genera una contracción de flujos de fondos prestables y la aplicación de elevados márgenes entre las tasas de interés activas y pasivas.

En consecuencia, la desregulación de límites o tope a la tasa de interés, así como la desaparición de los niveles altos de encaje y la desintermediación gubernamental en la asignación de créditos, se considera básica para el crecimiento del mercado financiero de un país, y ser este el impulsor del crecimiento económico.

Ahora bien, las propuestas de liberalización financiera no se limitaban solamente a la liberalización de los mercados financieros domésticos, sino que se planteaba que esta debía ir acompañada por una apertura de los mercados a los flujos financieros internacionales, es decir, todos los países debían aplicar en su mercado financiero la liberalización, para poder relacionarse con los demás mercados; recomendándose por ello, la eliminación de los controles al tipo de cambio y de las barreras a la entrada de bancos extranjeros. Por su parte las tasas de interés de los países deberían situarse en un nivel similar a fin de resultar atractivas para el capital extranjero.

La apertura y secuencia de las medidas de liberalización era un punto de discordancia entre los investigadores. Por una parte, existía la posición de que las reformas básicas eran parte de un todo, es decir abordarlas simultáneamente a manera de una gran explosión (Shaw, 1973).

Por otra parte, otros sugirieron que fueran secuenciales, abriéndose la cuenta de capitales sólo un vez que se consolidaran las demás medidas de liberalización, entre las que tenían la máxima prioridad la reforma financiera interna y la liberalización del mercado comercial internacional (McKinnon, 1973)

Para McKinnon, "durante la liberalización se justifica ejercer controles estrictos sobre el aumento súbito de la entrada o salida de capitales".

Se estimaba que la cuenta de capitales era un área muy delicada porque si se abría en conjunto con otras reformas, que pudieran inducir un auge de ingresos de capital, se podría generar una apreciación prematura del tipo de cambio, lo cual provocaría un desajuste en la apertura comercial y reasignación de recursos, déficit en la balanza de pagos.

Los diferentes enfoques se mostraron en la apertura de la cuenta de capitales de países como Argentina, Chile y Uruguay en 1970, los que experimentaron procesos radicales de liberalización económica, inspirados en parte en la hipótesis de la represión financiera, ya que los tres eliminaron los controles de precios, liberaron las tasas de interés, implementaron

reformas fiscales y abrieron su comercio y sus cuentas de capital. (OCDE 1997)

Un incentivo adicional a la apertura fue el auge mundial de los préstamos bancarios internacionales de la década de los setenta y la oferta el mercado no regulado de euromonedas, que se consideraba eficiente y capaz de imponer la disciplina del mercado a los prestatarios, en contraste con la supuesta concesión ineficiente de préstamos de los organismos oficiales.

Se consideró que las decisiones de inversión directa y de cartera se basaban en los valores de largo plazo de las variables claves del país, y por tanto era esencial ordenarlo. Del lado de la demanda existió la noción de que si los prestatarios provenían del mismo sector privado los recursos se distribuían de forma eficiente.

2.2 Apertura y crisis financiera. Los modelos de primera, segunda y tercera generación y el modelo de balanza de pagos de Krugman

Pese a la advertencia (tardía) de McKinnon de llevar a cabo la liberalización financiera bajo estrictos controles, la necesidad de atraer financiamiento interno dio lugar a una liberalización financiera acelerada para intensificar las entradas de capital foráneo. Una parte sustantiva de estas entradas de capital extranjero en las economías emergentes se empezó a realizar en divisas a corto plazo. Al invertir en divisas los inversionistas se cubren parcialmente del riesgo cambiario; y a que las operaciones a corto plazo aseguran la posibilidad de un fácil retiro del capital, si el país de destino deja de representar una inversión segura.

La explicación que se ha dado a los impactos que esta apertura ha tenido y los efectos sobre las economías se han explicado a través de distintos modelos, los llamados modelos de primera generación que predominaban en los años setenta y ochenta, establecen que los parámetros fundamentales⁷ económicos al no ser sanos causan por sí mismos una crisis financiera.

Ejemplo de los modelos de primera generación es el modelo de balanza de pagos de Krugman de 1976, donde establece que una falla en alguno de los parámetros fundamentales afecta la economía de un país, específicamente la inestabilidad del tipo de cambio.

⁷ Los parámetros fundamentales son las variables macroeconómicas de un país, tales como balanza de pagos, inflación, tipo de cambio, déficit fiscal, etc.

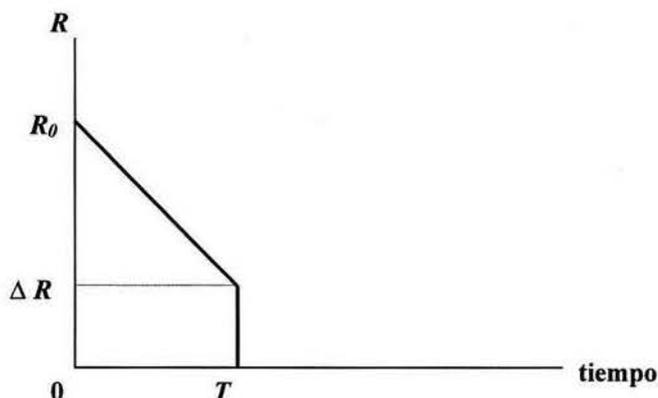
El modelo supone que si bien las tasas de cambio reales tienen que ser modificadas como parte del proceso de ajuste de la balanza de pagos, existen algunos factores externos del mecanismo por los cuales se desajustan las balanzas de pago, uno de ellos es el déficit fiscal y las políticas antiinflacionarias. Por ejemplo, la notable irresponsabilidad fiscal y política monetaria de Estados Unidos tuvo mucho que ver con el alza del dólar en la primera mitad de los años ochenta; las fluctuaciones del precio del petróleo tuvieron influencia en la tasa de cambio tanto en los países ricos en fuentes energéticas (como el Reino Unido) como en los que no cuentan con ellas (por ejemplo Japón). (Krugman 1991)

Sin embargo, la inestabilidad de la tasa de cambio ha sido resultado no sólo de respuestas razonables del mercado a cambios en las políticas y las condiciones conexas, sino también las fallas de los mercados financieros internacionales. En particular la especulación que provocan los inversionistas al saber que el tipo de cambio, en especial en un régimen fijo llegue a un punto que no pueda ser sostenido por el gobierno, por lo que al ocurrir algún movimiento en otras políticas como la fiscal se genera una burbuja especulativa que estalla con la salida de capitales y por ende la pérdida de reservas del país.

Estas tasas de cambio inestables hacen que las empresas también se comporten cautelosas a cambiar sus decisiones de producción y precios como respuesta a las tasas de cambios.

Por ejemplo en la figura 1, basándose en los supuestos del modelo de un tipo de cambio fijo en el periodo T y un estado estacionario, donde las demás variables no se mueven, existe un incremento constante de las reservas hasta llegar a R_1 donde ya no puede ser sostenida esa política por el cambio de expectativas de los inversionistas y por el alto déficit fiscal del gobierno el cual financia con la emisión de dinero, por lo que la pérdida de reservas comienza a caer hasta llegar a R_0 y el gobierno decide cambiar el régimen a un tipo de cambio flotante.

Figura 1. Pérdida de Reservas Internacionales



En los modelos llamados de segunda generación se identifican dos mecanismos: uno internacional, la globalización financiera que confiere mayor volatilidad a los mercados financieros internacionales, sobre todo por el incremento de la asimetría de la información; y el otro es interno, el proceso globalizador altera los parámetros fundamentales financieros de las economías emergentes por la misma liberalización financiera.

Básicamente el modelo de segunda generación utilizado a principios de los noventa, identifica procesos donde los parámetros fundamentales de la economía abren paso al autocumplimiento de las expectativas de los agentes privados y dejan entrever, que ello ocurre porque el país en cuestión está inmerso en determinado sistema financiero internacional. (Clara García Fernández Muro e Iliana Olivé Aldasoro) Por ello, se considera que unos parámetros fundamentales "no muy saneados" no son condición suficiente para el estallido de una crisis financiera, pero sí una condición necesaria.

En esos modelos, el ataque especulativo y la consiguiente devaluación de la moneda se produce cuando el mercado espera un ajuste gubernamental del tipo de cambio. Es decir, un ataque especulativo sobreviene cuando los agentes privados consideran que los costos de mantener el ancla cambiaria son demasiado elevados respecto a los beneficios. Tales costos, cuyo aumento hace que el gobierno decida devaluar, dependen a su vez de las previsiones del mercado.

Capítulo II. Elementos Teóricos de la Liberalización y Desregulación del Capital Financiero

Las tres cuestiones básicas que plantea el modelo de segunda generación para comprender la relación entre los parámetros fundamentales y la generación de una crisis financiera son: a) el autocumplimiento, b) el equilibrio múltiple, y c) la construcción de los modelos de segunda generación con parámetros fundamentales de diversa naturaleza.

En los modelos de segunda generación se establece una descripción teórica de cómo la liberalización financiera interna, la entrada masiva de capitales (en parte, consecuencia de la primera) y la incertidumbre sobre las políticas gubernamentales pueden generar una crisis, lo que a la postre puede provocar un desajuste en las variables macroeconómicas y en el tipo de cambio. Según los modelos de segunda generación este desajuste que supone el deterioro de los parámetros fundamentales financieros, sitúa al país correspondiente en la denominada "zona de crisis" es decir, un estado de equilibrio múltiple y de vulnerabilidades, y el autocumplimiento de las expectativas de devaluación.

Cuanto más de corto plazo de vencimiento es el capital que entra a un país, mayor es la probabilidad de una crisis bancaria. Y cuanto mayor sea la deuda externa, mayor será la vulnerabilidad del sistema bancario, pero sólo en el caso de que corresponda fundamentalmente a obligaciones de corto plazo. (Clara García Fernández Muro e Iliana Olivie Aldasoro)

Cabe mencionar que los recientes modelos de tercera generación, inspirados por la crisis asiática, hacen énfasis en los problemas bancarios y en los préstamos e inversiones animadas por el riesgo moral. Ello significa que los problemas bancarios tienen un papel importante en los procesos que llevan a devaluar la moneda de un país. Esto, sin embargo, no es porque la crisis cambiaría fuera un derivado de una corrida bancaria causada por percepciones de insolvencia y riesgo moral. Los problemas bancarios son importantes porque la fragilidad del sistema, que resulta de la naturaleza de la misma entrada de capital, tiene influencia en las decisiones de las autoridades de esterilizar las pérdidas de reservas y dolarizar la deuda interna. (Jaime Ros 2000)

Bajo este contexto cabe agregar que se pueden distinguir tres vías que caracterizan las fallas de mercado inherentes a cualquier mercado financiero nacional: la asimetría de la información, el uso de productos financieros y el papel de los fondos de inversión colectiva.

Asimetría de la información : la información de los mercados financieros no es perfecta, es decir, que se reparte de forma desigual entre los agentes participantes. La asimetría de la información se agudiza cuando el mercado financiero nacional se internacionaliza, en otras palabras,

Capítulo II. Elementos Teóricos de la Liberalización y Desregulación del Capital Financiero

umenta cuando el prestamista y el prestatario pertenecen a dos economías muy distintas. El primero tiene entonces menos información acerca del segundo de la que tendría si éste perteneciera al mercado nacional. Por tanto, la volatilidad asociada a las operaciones financieras es mayor en mercados globales que en mercados financieros internos.

Productos derivados: el uso de instrumentos financieros derivados, entraña mayores flujos transnacionales de capital y en consecuencia, un incremento de la asimetría de la información y la volatilidad financiera. En suma, el uso de derivados fomenta el flujo internacional de capitales y la especulación.

Fondos de inversión colectiva o inversionistas institucionales : Los fondos de inversión colectiva como los fondos de cobertura o hedge funds y los de pensiones, mutualidades, compañías de seguros, etcétera, también contribuyen a la volatilidad en los mercados financieros internacionales, debido a que este tipo de inversión tienden a negociar capitales mas cuantiosos que los inversionistas de menor tamaño, por tanto, la actividad de aquellos puede influir más en las variaciones de precios de los activos en los mercados financieros.

La desregulación e innovación financiera ha colocado a los inversionistas institucionales, específicamente los fondos mutualistas y los fondos de cobertura en el centro de la atención de las autoridades financieras, especialmente por su papel en el estallido de las sucesivas crisis financieras recientes.

La mayoría de los fondos mutualistas o colectivos y los fondos de cobertura forman canastas de monedas para sus inversionistas de alto riesgo y movilizan grandes flujos de dinero, especulando con los diferenciales de los tipos de cambio y el riesgo de los países. Las pérdidas o ganancias de los fondos dependen de la habilidad de sus administradores en la toma de decisiones.

Los fondos de cobertura se conforman por intermediarios que operan con una elevada posición de capital de préstamo y pueden desatar una crisis sistémica debido a que los mercados carecen de información sobre sus operaciones, a la rapidez con que se mueven de una posición de cartera a otra, y por su comportamiento como cabeza de los movimientos "en manada" (herding behavior) del resto de los fondos. (Alicia Girón)

Por ejemplo en la crisis mexicana de 1994 los tesobonos con cobertura en dólares fueron adquiridos por fondos, principalmente del Fidelity Group, cuyas inversiones en instrumentos gubernamentales representaban

alrededor de 40%: si a ello se agregan las variables macroeconómicas, como el déficit en cuenta corriente, el lento crecimiento de la economía y el entorno sociopolítico, la rápida salida de dichos fondos profundizó la crisis ante una coyuntura de alto riesgo. También se ha señalado a los fondos de cobertura como causantes de la crisis asiática, sin olvidar la relación de la quiebra del Long -Term –Capital Management con la crisis de Rusia. (Alicia Girón)

2.3 Principales teorías sobre canales de contagio

Los resultados encontrados por Graciela Kaminsky, Richard Lyons y Sergio Schmukler muestran que los fondos mutualistas y de cobertura en economías emergentes juegan un papel importante, ya que sistemáticamente compran en tiempos de ganancia y venden cuando hay pérdida. Es decir invierten donde el rendimiento es alto y venden cuando los rendimientos bajan. También estos fondos son un medio por el cual se contagia la crisis a otros países ya que no solo venden las acciones del país afectado, sino que también las acciones de países que ellos creen pueda ser afectado. De esta forma estos autores concluyen que los inversionistas institucionales formados por los fondos de inversión colectiva y los fondos de cobertura algunas veces expanden el pánico a países con parámetros fundamentales fuertes. De la misma manera, los inversionistas individuales también contribuyen a la propagación del pánico al sacar sus inversiones del país colapsado.

Kaminsky, Lyons y Schmukler identifican tres tipos de contagios:

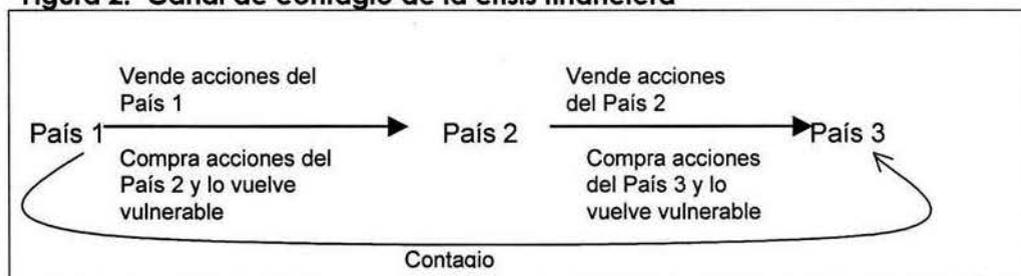
- 1) Derrama de las debilidades macroeconómicas de un país a otro por tener relaciones económicas interdependientes
- 2) Contagio por una causa común que ocurre cuando un fenómeno externo afecta simultáneamente a muchos otros países (caída de los precios de bienes básicos) y afecta sus parámetros fundamentales
- 3) El contagio no causado por debilidades en los parámetros macroeconómicos fundamentales, sino por disturbios ajenos que tienen una rápida transmisión a distintos países, es decir contagio puro.

Entre los dos primeros tipos de contagio, es decir en los que incluyen a las variables económicas fundamentales, el contagio es más frecuente en países con importantes nexos comerciales y parámetros fundamentales similares. En el primer caso la devaluación en un país reduce la

competitividad de los países socios produciendo un desajuste en su economía. En el segundo caso la devaluación actúa como una llamada de atención a los inversionistas, que observan las características de un país colapsado y aprenden acerca de la fragilidad de países similares, especulando a su vez en esos países.

El tercer caso se enfoca a la estrategia de un comportamiento de "manada racional". Por ejemplo en el modelo de Calvo y Mendoza (1998) los costos de conseguir información adecuada al ser tan elevados inducen a los inversionistas a comportarse siguiendo a otros inversionistas y así sucesivamente, generándose un comportamiento de manada, ver figura 2.

Figura 2. Canal de contagio de la crisis financiera



Por su parte, Matt Pritsker define el contagio como el shock en un mercado o país que es transmitido a otro mercado o país. Dicho autor menciona que el contagio se da por medio de la relación entre el sector real y el mercado financiero, los bancos y los mercados financieros no bancarios (estos incluyen fondos de cobertura, fondos colectivos y pequeños inversionistas). La relación que existe entre estos agentes económicos genera un contagio interno que afecta los parámetros fundamentales del país y de ello deriva en que la relación de alguno de estos agentes con otros del exterior, genera el contagio hacia otros países. Es decir, la expansión a un primer país es por cualquier tipo de conexión económica que exista con ese país, y el segundo es por cualquier conexión con el primero y así sucesivamente.

2.3.1 Cadenas de transmisión

Existen dos tipos de shock que pueden transmitirse a una economía: el primero es el shock de intermediarios específicos, es un shock que golpea a un banco o un mercado financiero no bancario pero que es específico a

ese banco o mercado financiero, el segundo es el shock del sector real⁸, que ocurre al interior de una economía, por ejemplo cambio de los precios de petróleo, que tendrá impacto en la innovación tecnológica para capturar petróleo. También se ven los shocks que se originan en el sector financiero que son atribuibles a un intermediario específico. (Pritsker.)

2.3.2. Shock reales

Pritsker menciona que existen siete canales por los cuales se transmiten los efectos de la crisis del shock del sector real (SR) de una economía colapsada los cuales se ilustran en la figura 3 y se explican en los siguientes párrafos.

Figura 3. Canales de transmisión del sector real.

Canal	Transmisión	Variable por la que se contagia
1	$SR_i \Rightarrow SR_j$	Comercio de bienes y servicios
2	$SR_i \Rightarrow Banco_k \Rightarrow SR_j$	Banco que comercia en ambos países
3	$SR_i \Rightarrow Banco_k \Rightarrow Banco_l \Rightarrow SR_j$	Banco que comercia con otro banco de otro país
4	$SR_i \Rightarrow Banco_k \Rightarrow MF_j \Rightarrow SR_j$	Banco que comercia en el mercado financiero de otro país
5	$SR_i \Rightarrow MF_i \Rightarrow Banco_k \Rightarrow SR_j$	Mercado financiero del país <i>i</i> que comercia con banco que comercia en otro país <i>j</i>
6	$SR_i \Rightarrow MF_i \Rightarrow MFNB_i \Rightarrow MF_j \Rightarrow SR_j$	Mercado financiero no bancario que comercia en otro, después del colapso en el primer país
7	$SR_i \Rightarrow MF_i \Rightarrow Banco_k \Rightarrow MF_j \Rightarrow SR_j$	Banco que comercia en diferentes mercados financieros

Nota: SR= Sector Real
 MF= Mercado Financiero
 MFNB= Mercado Financiero No Bancario

El primero es el más simple, se realiza a través de vínculos en la economía real, como puede ser el comercio de bienes y servicios que se ve afectado por ataques especulativos en tipos de cambio que están vinculados, por ejemplo, si el país *i* y *j* mantienen vínculos en su tipo de cambio y el país *i* recibe un impacto en el sector real y decide devaluar o se ve sometido a un ataque especulativo, entonces el país *j* puede volverse más vulnerable a los ataques especulativos.

El segundo es donde el shock real en el país *i* afecta negativamente el capital depositado en un banco internacional *k*, si el banco también tiene

⁸ El sector real en este modelo se refiere al Producto Interno Bruto de un país

depósitos en el país j , es probable que el banco altere el monto de préstamos al país j , y/o altere la composición de sus préstamos en j . Esta alteración de portafolios de préstamos bancarios efectivamente transmite el shock real del país i al j .

El tercer posible canal de contagio es que el shock real del país i cause al banco k una pérdida en sus préstamos al país j y obligando a retirar sus depósitos del banco l con quien mantiene relaciones comerciales el banco k , por lo que se genera problemas al banco l . El resultado es que el banco l altera su portafolio en el país i , por medio de una cadena de prestamistas, es decir un contagio de instituciones financieras.

El cuarto y quinto canal es el transmitido por medio de la interacción de instituciones financieras con los mercados financieros (MF). Por ejemplo el shock real en el país i puede afectar al banco k porque tiene inversiones en i . Si el banco k es un participante importante en el mercado financiero del país j , entonces el shock del banco k reduce su crédito o liquidez en el mercado financiero del país j y con ello afecta al sector real de ese país, siendo el canal de transmisión de una institución financiera al mercado financiero. Alternativamente cuando el shock va del sector real del país i al mercado financiero del país i , y el banco k pierde dinero en el país i , entonces puede alterar su portafolio de préstamos en el país j , de manera que el canal de transmisión va del mercado financiero a una institución financiera.

El sexto canal se refiere a la intervención de intermediarios financieros no bancarios (IFNB). Ejemplo: consideremos un shock en el sector real del país i el cual afecta el mercado financiero del país i . Si el intermediario financiero puede alterar su inversión en el país i como respuesta al shock, pero también para optimizar su cartera de inversión altera su posición en otros mercados financieros incluido el país j , el shock real del país i se transmite al país j a través de los intermediarios financieros no bancarios por la vía de los mercados financieros del país i al j . Este es un contagio en el mercado financiero a través de intermediarios financieros no bancarios.

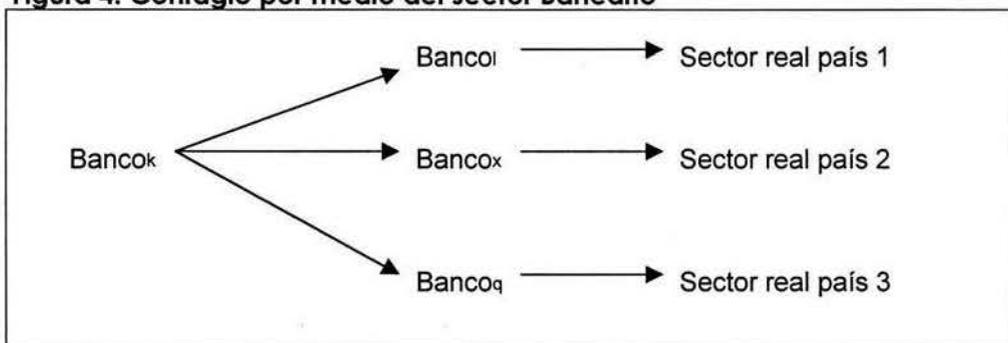
El siete se refiere al shock del sector real que se transmite al mercado financiero del país i a que a su vez afecta al banco k el cual tiene inversiones en el mercado financiero del país j transmitiendo el contagio al sector real del país j .

2.3.3. Shock de intermediarios específicos

Todos los canales de contagio mencionados anteriormente se basan en el supuesto de que la transmisión del contagio inicia en el sector real, sin embargo no se descarta que inicie en otros sectores que pueden ser los bancos, instituciones no bancarias y mercados financieros, lo cual se observa en la figura 4 y 5, que Pritsker menciona como el shock de intermediarios específicos.

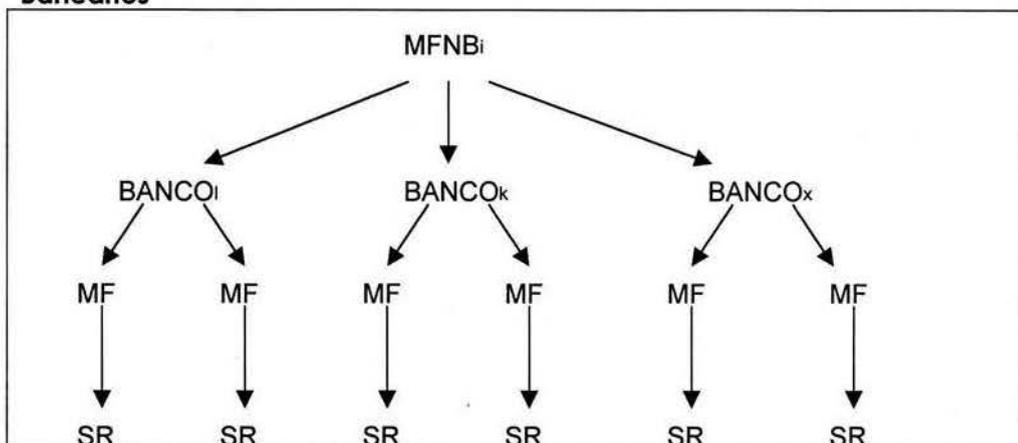
Un ejemplo de esto puede ser que el shock comience en un banco internacional o en el sector bancario de un país importante (Japón) que acaba derramándose sobre otros países al reducir sus préstamos en ellos.

Figura 4. Contagio por medio del sector Bancario



Nota: La figura muestra como el shock iniciado en un banco, el cual opera con bancos de otros países, afecta al sector real de cada país

Figura 5. Pirámide de contagio por medio de los Mercados Financieros No Bancarios



Nota: La Figura muestra que el shock inicia en el mercado financiero no bancario del país i el cual tiene inversiones en los bancos y éstos en los Mercados Financieros, por lo que el shock llega al sector real de varios países.

2.3.4. Shock del mercado financiero

También como hemos visto, existen los contagios por medio del mercado financiero, es decir, el shock en un mercado financiero es transmitido a otro mercado financiero. Kodres y Pritsker (1999) mencionan que existen cuatro canales de contagio del mercado financiero.

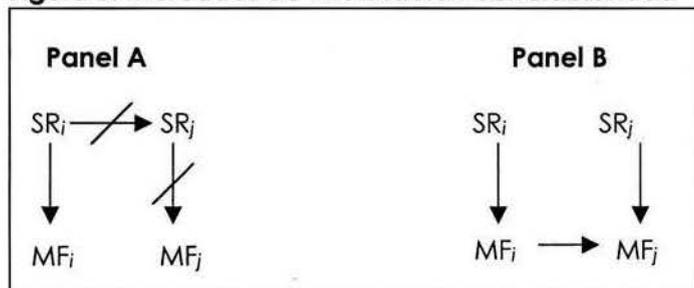
- a) Mercado de información correlacionada. Puede suceder que la excelencia de vínculos reales entre los países también incluya a los mercados financieros. En la figura 6 se muestra que el shock del sector real del país i no es transmitido al país j , ello se observa en el panel A que se refiere a que el shock del país i no se transmite a j , pues los mercados financieros no están relacionados y solo se observa movimiento en los precios de las acciones. En el panel B un shock en el país i afecta su mercado financiero que a su vez afecta el mercado financiero del país j .
- b) Shocks correlacionados de liquidez. Siguiendo el modelo de Calvo (1999) si en un mercado las compras y las ventas financieras se basan en los movimientos de los precios, de modo que las compras se hacen después de que suban y se vende después de que caigan, los inversionistas pueden comerciar en mercados cruzados

retroalimentados, en los que los participantes responden a cambios de precios de mercado, alterando los precios de otros mercados ocasionando el contagio.

- c) Balancear las operaciones entre los mercados cruzados. Es decir los mercados financieros de cobertura, en los cuales los inversionistas responden a los shocks mediante el ajuste de sus coberturas, pueden acabar ocasionando shocks entre dos países que no comparten factores macroeconómicos de riesgo, entre ellos pero que si comparten con un tercer país.
- d) Contagio por riqueza. Si un inversionista observa que su riqueza se reduce es probable que altere su portafolio de acciones, invirtiéndolas en otro país.

Estos impactos dependen de la elasticidad de las variables a los shocks externos y su vulnerabilidad a los mercados financieros, al sector bancario y sus variables macroeconómicas.

Figura 6. Mercados de información correlacionada



En general los estudios recientes sobre contagio muestran que países con variables macroeconómicas similares y fuertes nexos comerciales y financieros están más propensos a contagiarse cuando en alguno de ellos se presenta una crisis.

Las fallas en el sector financiero causan inestabilidad económica, principalmente por la liberalización financiera. Es decir, la entrada de capitales extranjeros incrementan la probabilidad de una crisis en un país y vuelve a los sistemas financieros proclives a ser fácilmente contagiados.

En ese contexto, la liberalización financiera que no es seguida por una fuerte regulación y supervisión incrementa la posibilidad de un contagio financiero en la economía, volviéndose vulnerable a factores externos que

independientemente de acciones políticas para protegerse se ven contagiados.

Dicha situación según el estudio de Roberto Chang y Giovanni Majnoni establece que no hay una sola política que proteja de un probable contagio. Mas probablemente hay diferentes combinaciones de administración de pasivos, políticas de tipo de cambio y reformas estructurales las cuales se combinan para llevar a la economía a una zona de estabilidad .

Las finanzas internacionales han estado en el centro de las crisis económicas. Por ejemplo, la dimensión financiera jugó un papel central en la crisis de los años treinta y setenta, y en las crisis cambiaria de México en 1994 y de los países asiáticos en 1997.

Las crisis recientes han hecho evidentes las profundas imperfecciones del mercado internacional de capitales y la gran vulnerabilidad de las economías en desarrollo a las conmociones provenientes de dicho mercado. La volatilidad que ha caracterizado al mercado en las últimas décadas, la sucesión de oleadas de expansión excesiva y pánicos financieros indica que el mercado fluctúa más allá de lo que recomiendan los fundamentos de las economías. (CEPAL 1998)

Los costos de esta volatilidad son elevados para los países en desarrollo. Las fases de auge de la corriente de capitales tienden a desviar las variables macroeconómicas claves (entre otras, el tipo de cambio y los precios de los activos) de su equilibrio de largo plazo. El costo más importante de ello es el posible desencadenamiento de crisis bancarias y financieras, cuando los flujos se revierten en forma abrupta y provocan grandes daños en los países directamente afectados y reducen la vitalidad del desarrollo económico mundial.

CAPITULO III CRISIS MEXICANA DE 1994 - 1995

En este capítulo se analiza la crisis mexicana, estudiando primero las reformas estructurales que permitieron el libre paso a los capitales internacionales, después la cronología de la crisis y finalmente una reflexión de ésta crisis financiera en el marco de los modelos hasta aquí enfatizados

3.1. Reformas estructurales de la economía mexicana antes de la crisis

En los últimos decenios, México experimentó la crisis de la deuda de 1982⁹ cuando no pudo cubrir los pagos de la deuda externa en agosto de ese año, (la cual se renegoció con el Plan Brady entre México y los acreedores bancarios extranjeros en 1989) y la crisis de 1994-1995.

Como consecuencia de la caída de los precios del petrolero, el desequilibrio de la balanza comercial y el incremento del déficit fiscal, se crearon políticas de ajuste que consistieron en saneamiento de las finanzas públicas¹⁰, la desincorporación de empresas y organismos públicos, entre las que destacó la privatización de la banca comercial y de los servicios telefónicos, además de que se inició una rápida apertura comercial.(Leopoldo Solís 1996).

El periodo posterior a la crisis de 1982 puede dividirse en dos subperiodos 1982-1987, en que se emprende una liberalización comercial gradual y en el que se emplearon diversos mecanismos para posibilitar el servicio de la deuda externa y controlar la inflación, y el de 1988 -1994 que se caracterizó por una liberalización acelerada del sistema financiero y posteriormente una comercial con la entrada del TLCAN¹¹. (Nora Lustig 1996). El gobierno procedió en 1987 a la aplicación de un programa de estabilización económica que consistía en:

- 1) Ajuste fiscal
- 2) Aceleración de la apertura a la competencia internacional
- 3) Desregulación financiera

⁹ La crisis de 1982 obligó al gobierno a solicitar ayuda financiera al FMI y el Banco Mundial. A cambio de los apoyos otorgados el gobierno firmó una "carta de intención" ante el FMI, en la cual se comprometía adoptar políticas de corte convencional y de cambio estructural.

¹⁰ El proceso de ajuste patrimonial se aceleró y de 617 empresas administradas por el gobierno en 1988, se paso a 257 empresas en 1993; a cambio el gobierno recibió 21, 500 millones de dólares. Huerta 1994

¹¹ Cabe destacar que la apertura comercial da inicio antes de la entrada del TLCAN, en 1986 con la incorporación de México al GATT

4) Fortalecimiento del mercado bursátil

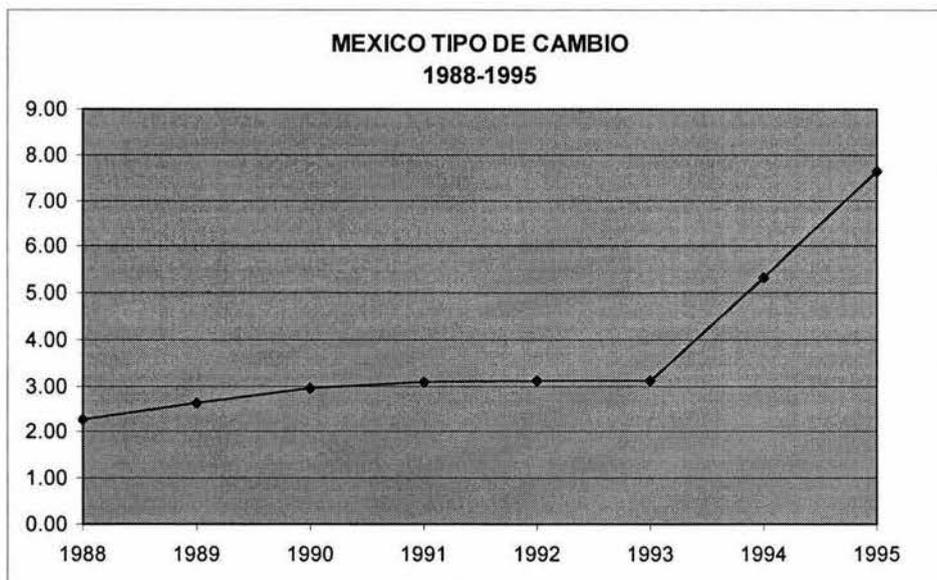
5) Política monetaria restrictiva y uso del tipo de cambio como herramienta anti-inflacionaria.

Uno de los mecanismos usados para lograr la concertación "pública" fueron los Pactos de Concertación Social. (ver anexo 1)

Con el Pacto de Solidaridad Económica¹² de 1988 el tipo de cambio nominal se empleó como "ancla" del programa de estabilización, es decir como el instrumento que eliminaría la inflación y garantizaría que la política fiscal mantuviera la disciplina necesaria para sostener la regla cambiaria.

La política basada en el tipo de cambio fijo para combatir presiones inflacionarias se estableció a finales de febrero de 1988. A principios de 1989 se introdujo un sistema de deslizamiento cambiario. Éste se fijó originalmente en un peso por día, equivalente a una tasa anual de depreciación de 16%; en 1990 se redujo a 80 centavos (11% anual) y en 1991 a 40 centavos diarios (5% anual). En noviembre de 1991 este régimen se modificó al establecerse una tasa de cambio que fluctuaba entre los límites de una banda de flotación cuyo techo se ajustaba diariamente en 0.0002 pesos. En octubre de 1992 este ajuste se incrementó a 0.0004 pesos por dólar. El 20 de diciembre de 1994 el techo aumentó 15% y se mantuvo el incremento diario de 0.0004 pesos. Esta política probó ser insostenible y se abandonó poco después para adoptarse un régimen cambiario basado en una tasa de flotación. (Banco de México 1994)

¹²El Pacto de Solidaridad Económica (PSE) se estableció en 1987 y fue firmado conjuntamente el gobierno y los representantes de los trabajadores, de los productores agrícolas y del sector empresarial. Sus componentes básicos incluían el compromiso de reducir el déficit fiscal, una política monetaria más restrictiva, la liberación comercial y una política de ingresos que cubría precios y salarios.



Al usar el tipo de cambio como ancla del programa de estabilización junto con la entrada de capitales externos se generó una apreciación real del peso. Desde principios de 1990 muchos fondos de pensiones y otros intermediarios financieros en busca de mejores rendimientos comenzaron a invertir grandes cantidades en México¹³.

El periodo de 1989-1993 se caracterizó no solo por una sustancial apreciación acumulada del peso, sino también por un deterioro significativo de la cuenta corriente de la balanza de pagos a pesar del mejoramiento sostenido de las finanzas del sector público.

3.1.1 Liberalización del sector financiero

La liberalización, la reforma institucional del sector financiero y la internacionalización del mercado financiero fueron componentes fundamentales de las reformas estructurales de México.

¹³ A partir de 1989 los flujos de capital hacia México subieron de 3,500 millones de dólares a 33,300 en 1993. Una parte constituyó la repatriación de los capitales que habían salido en los años anteriores, pero una buena proporción fue inversión nueva en cartera, que de ser prácticamente nula en 1988, ascendió a 3,400 en 1990 y a 20,000 en 1993. Estas inversiones provenían de fondos de pensiones y otros intermediarios financieros que con creciente fervor entraron a los mercados de América Latina en busca de mejores rendimientos. Nora Lustig 1995

La liberalización financiera de los mercados bancarios inició en 1988 con la desregulación de la tasa de interés, primero se liberalizaron las tasas de las aceptaciones bancarias y luego las de los instrumentos de captación, con lo que se eliminaban las restricciones a los intermediarios para establecer las tasas de interés pasivas. Posteriormente se autorizaron nuevos instrumentos para la captación en pesos, tales como los bonos bancarios, las cuentas productivas y los depósitos a la vista sin chequera. También se autorizó la captación de depósitos en dólares a la vista y a plazo, así como la creación de pagarés en dólares.

Además se dio en 1989 la supresión de los cajones de asignación de créditos y la consiguiente autorización para que los bancos decidieran libremente tanto los destinos crediticios como sus respectivas tasas de interés, las tasas activas quedaron al arbitrio de los bancos, liberándose la definición de las tasas activas conforme a las condiciones del mercado.

Se sustituyó el encaje legal obligatorio o depósito obligatorio de los bancos comerciales en el Banco de México (que era el instrumento para garantizar los depósitos de los ahorradores, evitando riesgo de quiebra bancaria) por un coeficiente de liquidez de 30% en la captación en 1989, el cual fue eliminado en septiembre de 1991, permitiendo que cada banco decidiera libremente sus coeficientes de liquidez. (Ver Cuadro 1)

Asimismo una enmienda constitucional promulgada a mediados de 1990 permitió la propiedad privada completa de los bancos. Esto propició la reprivatización de varios bancos grandes que habían sido nacionalizados en septiembre de 1982. Para julio de 1992 había sido privatizado el último de los dieciocho bancos que antes eran propiedad del gobierno. (Agenor 2000).

Cuadro 1. Principales reformas de la liberalización financiera

AÑO	REFORMA
1988	Liberalización de las tasas de interés activas y pasivas
1989	Eliminación de los controles selectivos de crédito
1989	Desaparición del encaje legal
1991	Introducción del coeficiente de liquidez
1994	Autonomía del Banco de México

Fuente: Elaboración propia con datos de Guillen 2002

En cuanto a la internacionalización del mercado mexicano de valores se pueden mencionar dos periodos:

- 1) Etapa de 1989-1992. En esta se aprecian tres políticas principales: la apertura a la inversión extranjera de portafolio; el apoyo a la concurrencia de empresas, valores e intermediarios mexicanos en mercados internacionales; y el establecimiento de relaciones institucionales con autoridades, bolsas y organismos multilaterales de cooperación.
- 2) La etapa en 1993. Comenzó con las reformas efectuadas en el mes de julio de 1993 a la Ley del Mercado de Valores. Ver cuadro 2. (Cardero 2001)

Cuadro 2. Etapas de la internacionalización del mercado bursátil en México

PRIMERA ETAPA: 1989 -1992	SEGUNDA ETAPA: REFORMAS EN 1993
Definición del mecanismo de inversión neutra, mediante el cual se permite al capital extranjero la adquisición de acciones de la Serie " A" tradicionalmente reservadas al inversionista nacional, separando los derechos patrimoniales de los corporativos	Se crea el Sistema Internacional de Cotizaciones: el cual permite la intermediación de valores extranjeros, que no han sido objeto de oferta pública en el país.
La eliminación de restricciones para que los extranjeros puedan comprar títulos de deuda gubernamental	Para la oferta pública de valores extranjeros en territorio nacional, las reformas promulgadas establecen los requisitos mismos de inscripción y autorización que se señalan para los títulos mexicanos, otorgando un tratamiento de igualdad a todo emisor de valores en México.
La creación de nuevas alternativas de inversión y cobertura	El marco jurídico para la participación de valores extranjeros en el mercado doméstico comprende modificaciones al régimen de intermediarios, para realizar nuevas operaciones y participar en mercados externos; al de la sociedad central de depósito, Indeval, para llevar a cabo la guarda, administración, transferencia y liquidación de valores extranjeros
La participación de inversionistas extranjeros en el capital, que consiste en la aplicación de una tasa impositiva accesible y única a los recursos que reingresan al país por medio de casa de bolsa y bancos.	Se concede la facultad a las autoridades bursátiles para establecer convenios para el intercambio de información con organismos regulatorios externos, bajo principios de reciprocidad.

Fuente: Elaboración propia con datos de Moreno L.M. 1993

3.1.2 Apertura comercial

Como parte del plan de estabilización, el gobierno mexicano profundizó la apertura comercial. Las autoridades redujeron aranceles en 1987¹⁴, principalmente con Estados Unidos. Posteriormente se negoció el Tratado de Libre Comercio para América del Norte (TLC), con Canadá y los Estados Unidos, el cual contemplaba: la eliminación gradual de aranceles, subsidios y otras barreras comerciales entre estas naciones. Al entrar en vigor el TLC en 1994 se profundiza la apertura comercial al exterior.

El TLC contemplaba la apertura del sector financiero mexicano en diferentes etapas; mismas que se aceleraron y cubrieron de manera anticipada.

3.2 Crisis económica de 1994-1995

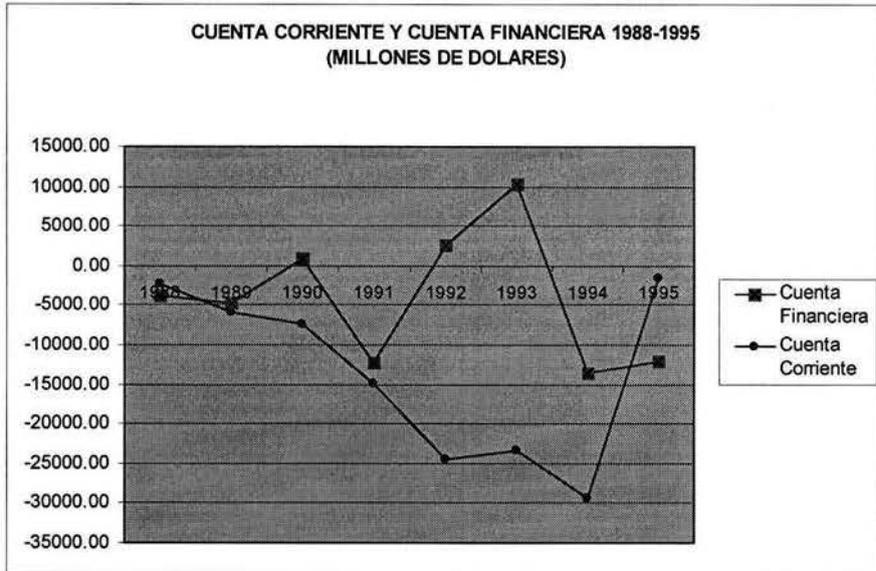
El uso del tipo de cambio como ancla anti inflacionaria eventualmente condujo a una sobrevaluación cambiaria. Si bien se redujo la inflación, la sobrevaluación favoreció la compra de importaciones y generó un creciente déficit en la cuenta corriente entre 1988 a 1994, que paso de 2,374 millones de dólares en 1988 a 29,428 en 1994.

El Banco de México elevó la tasa de interés para atraer recursos del exterior y mantener estable el tipo de cambio, por medio de operaciones de mercado abierto, que creaban altos diferenciales de la tasa de interés interna con respecto a la tasa internacional para atraer flujos de capital a la nación y saldar el déficit de cuenta corriente. El principal receptor de los flujos fue el mercado de valores.

Esta política provocó fuertes entradas de capitales a partir de 1990, lo que condujo a las autoridades a la aplicación de una política de esterilización¹⁵ activa. La medida tenía el propósito de evitar incrementos de la oferta monetaria que pudiesen incrementar la demanda agregada y con repercusiones sobre los objetivos inflacionarios.

¹⁴ En 1986 México se adhiere al Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio (GATT)

¹⁵ Ante la entrada de capitales las autoridades monetarias procedieron a la compra de dólares de acuerdo a la paridad fijada como objetivo. Esto incrementó las reservas internacionales y por tanto, la base monetaria. A fin de impedir que se tradujese en incrementos excesivos de oferta monetaria, el Banco de México al mismo tiempo que compraba dólares procedía a la venta de valores por la misma cantidad que acumulaba de reservas con ello redujo su crédito interno bruto.

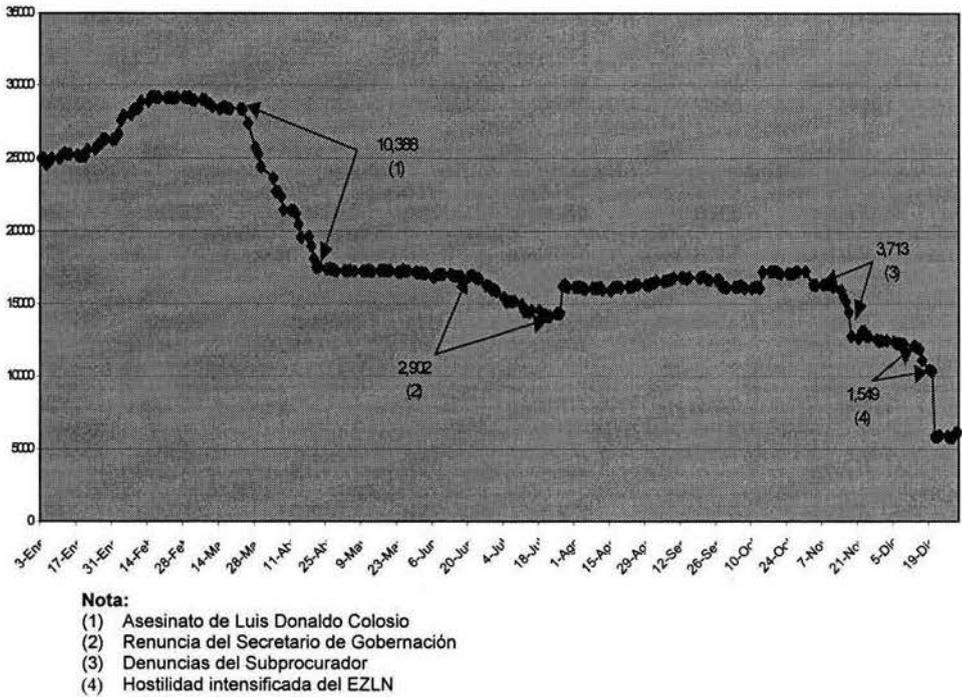


Sin embargo, esta situación colocó a la economía mexicana en una situación de vulnerabilidad ante choques exógenos que alterarían los flujos internacionales de capital, obligándolos a salir del país.

El aumento de las tasas de interés de Estados Unidos y una serie de acontecimientos políticos que cuestionaron la estabilidad del sistema y más aún su carácter predecible (el levantamiento armado de Chiapas a principios de enero de 1994 y los asesinatos de Luis Donaldo Colosio y José Francisco Ruiz Massieu¹⁶, así como la renuncia del Secretario de Gobernación el 24 de junio de 1994 y las acusaciones del Subprocurador Mario Ruiz Massieu) (Banco de México 1994), afectaron el flujo neto de capitales hacia México, lo cual se puede observar con el comportamiento de las reservas internacionales, destacando que la caída de los flujos no comenzó de manera súbita, sino seguida de los acontecimientos de orden político antes mencionado.

¹⁶ Luis Donaldo Colosio, candidato del Partido Revolucionario Institucional a la Presidencia, fue asesinado el 23 de marzo, mientras que a Francisco Ruiz Massieu, secretario general del citado partido, el 28 de septiembre.

MEXICO. RESERVAS INTERNACIONALES DIARIAS DE 1994
MILLONES DE DOLARES

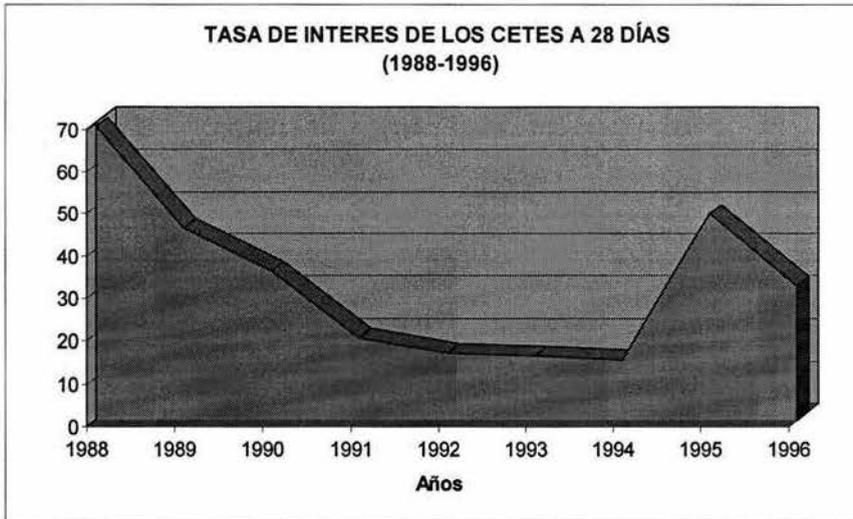


La grafica muestra la pérdida de reservas ante los acontecimientos políticos que se presentaron a lo largo de 1994, por ejemplo el levantamiento armado del EZLN a principios de enero de ese año no afectó las reservas, sin embargo al finalizar el año las nuevas hostilidades causaron inestabilidad y desconfianza. Por otra parte la caída a finales de 1994 se debió a que el 19 de diciembre la Comisión de Cambios¹⁷ acordó abandonar el régimen cambiario vigente por el de libre flotación, (de 26 mil millones de dólares en reservas en enero de 1994, al finalizar el año sólo se contaba con 6 mil millones de dólares).

La respuesta inicial para revertir las presiones en las reservas fue el aumento de la tasa de interés de los Cetes a 28 días: de 8.81 a 16.25 por ciento de febrero a abril de 1994. Asimismo se permitió que el dólar se cotizara al máximo de la banda, se dio a conocer un paquete de apoyo

¹⁷ La Comisión de Cambios esta integrada por el Secretario de Gobernación y dos Subsecretarios de Hacienda y Crédito Público, el Gobernador del Banco de México y dos miembros de la Junta de Gobierno

internacional en la forma de swap¹⁸ por cerca de 7000 millones de dólares (6000 de Estados Unidos y casi 1000 millones de dólares canadienses) y se emitió un gran número de Tesobonos para que los inversionistas pudieran cubrirse del riesgo cambiario y evitar mayores salidas de capital.



Otro factor que aumentó la vulnerabilidad fue el cambio de posición de cartera de los inversionistas extranjeros en el mercado de dinero, al intercambiar los Cetes por Tesobonos¹⁹. La estructura de la deuda del gobierno cambió drásticamente, ya que en diciembre de 1993 un 70% estaba materializada en Cetes y un 6% en Tesobonos, mientras que en diciembre de 1994 los Tesobonos representaban el 87% y un 10% los Cetes. (Vilariño 2001)

El aumento sistemático de los Tesobonos en manos del público debió haber constituido una señal de falta de credibilidad en la política cambiaria y del riesgo que implicaba para el gobierno asumir las obligaciones de corto plazo indizadas al dólar.

¹⁸ Los swaps son acuerdos entre dos participantes para intercambiar flujos de dinero en fechas futuras específicas, derivados de la aplicación de una fórmula sobre la tasa de interés o tipo de cambio, convenida por ambas partes. Estos instrumentos permiten sacar ventaja del arbitraje entre el mercado de bonos a tasas fijas y la tasa flotante del mercado de crédito a corto plazo.

¹⁹ Los Cetes, Certificados de Tesorería, son bonos de la deuda pública. Los Tesobonos son instrumentos de corto plazo de la deuda pública interna del gobierno mexicano redimibles en pesos pero indizados al dólar

Los 17000 millones de Tesobonos en poder de extranjeros con vencimiento en 1995 fueron una de las fuentes principales de la crisis financiera que se presentó después de la devaluación de diciembre. Dada la magnitud de la deuda de corto plazo indizada al dólar, los inversionistas temieron un incumplimiento y comenzaron las ventas de pánico.

También debe agregarse que los bancos comerciales, en ese periodo, incrementaron desproporcionadamente su nivel de crédito, debido a la desaparición del encaje legal, el acceso al mercado internacional de préstamos, el exceso de dinero en circulación y por la falta de una adecuada regulación bancaria. Así los bancos extendieron préstamos de alto riesgo a empresas ligadas con los mismos bancos, con amigos ó con familiares, El crédito bancario paso de representar 18.86% del PIB en 1989 a 39.81% en 1994. Este crecimiento del crédito se encontró acompañado de un incremento de la cartera vencida, La cual pasó de representar 0.24% del PIB a 2.91% en 1994. (Rodríguez 2002)

El primer paquete de rescate internacional fue de 18 000 millones de dólares anunciado a finales de diciembre, pero este no alcanzaba a cubrir ni la mitad de los requerimientos de financiamiento de 1995. Por ello se busco un paquete mayor. A finales de enero se anunció un paquete de préstamo por aproximadamente 50 000 millones de dólares: 20 000 millones del gobierno de Estados Unidos, 17 800 del FMI, 10 000 del Banco de Pagos Internacionales, 1 000 de un grupo de países latinoamericanos y otro tanto de la banca comercial, así como 1 000 millones de dólares (canadienses) de Canadá²⁰.

El préstamo del FMI representó más de siete veces la cuota de México en el FMI y no tenía precedentes en la historia del FMI. De esta forma el gobierno mexicano se comprometió a una serie de compromisos: hizo pública su intención de reducir el gasto gubernamental en 1.3% del PIB y de reducir el crédito otorgado por la banca esta tal de desarrollo. Un Pacto Nacional entre trabajadores, empresarios y gobierno se llevó a cabo para contener las presiones inflacionarias que surgían de la devaluación.

²⁰ En marzo de 1995 se anunció que el financiamiento de la banca comercial por 3 000 millones no se completó por no haberse llegado a un acuerdo satisfactorio sobre los términos. Asimismo, durante la reunión anual del BID en abril de 1995, las autoridades mexicanas anunciaron que no emplearían el monto ofrecido por el Banco de pagos internacionales por tratarse de préstamos de corto plazo, por lo que eran inadecuados para la situación de México. Los países latinoamericanos con necesidades propias de liquidez retiraron sus aportaciones.

El gobierno mexicano también hizo énfasis en su compromiso con las reformas de mercado y prometió proponer enmiendas constitucionales para abrir áreas previamente restringidas de la economía a la inversión privada y para incrementar la participación foránea en el sistema bancario nacional. Como fuente de colateral, el gobierno mexicano acordó permitir a los importadores de petróleo mexicano hacer sus pagos a través de una cuenta en el Banco de la Reserva Federal de Nueva York

Mientras que para rescatar a la banca en México se aplicaron las siguientes reformas:

México: Programas y medidas de ajuste para solventar la mala capitalización de la banca comercial

	Medidas y programas	Mecanismo	Propósito
Enero de 1995 – septiembre de 1995	Reducción de las presiones de liquidez para rembolsar la deuda externa mediante una parte del paquete de apoyo internacional	Ventanilla especial de liquidez en dólares para apoyar el pago de la deuda bancaria externa a corto plazo	Alargamiento del plazo promedio de las obligaciones bancarias y reducción de su tasa de fondeo
Marzo de 1995	Programa temporal de capitalización (Procapte). La razón de capital neto a activos ponderados por riesgo debe ser por lo menos igual a 8%.	Bonos de deuda subordinada obligatoriamente convertibles	Disciplinar a los accionistas y mayor supervisión
	Se relajan las restricciones a la participación el capital extranjero	Se permite que Estados Unidos y Canadá adquieran bancos mexicanos, excepto los tres mayores, que juntos representan casi la mitad de los activos del sistema bancario comercial	Recapitalización a los bancos y permitir que se construyan redes bancarias entre los miembros del TLCAN, sin que el gobierno pierda el control del sistema de pagos
	Programa de capitalización y "compra" de cartera de bancos	Fobaproa adquirió derechos sobre los flujos de efectivo de una cartera seleccionada por el banco que emitirá pagarés a 10 años a favor del banco, que	Capitalizar a los bancos solventes pero con activos crediticios deteriorados. Bancos que por su concentración de créditos en la

		seguiría cobrando y administrando los créditos	industria representaran un riesgo para el sistema.
23 de agosto de 1995	Programa para la Finalización de las Compras de Cartera de Crédito	Se negoció la simplificación para establecer los valores de los créditos	Incentivar en los bancos responsabilidades para cubrir pérdidas futuras creando reservas para pérdidas compartidas con el gobierno
	Programa de intervención y saneamiento	Una capitalización más para bancos sin capital adicional y una promoción activa con inversionistas nacional y extranjero	Salvar a los bancos de su liquidación
	Programa de saneamiento e intervenciones bancaria	Intervención de la CNBV para determinar "operaciones irregulares" o fraudulentas	Intervención de piso para evitar los efectos negativos de las intervenciones anteriores

Fuente: Elaborado con datos de Michael Mackey, "Evaluación integral de las operaciones y funciones del Fondo Bancario de Protección al Ahorro (Fobaproa) y la calidad de supervisión de los programas del Fobaproa de 1995 a 1998", Gaceta Parlamentaria, Cámara de Diputados, LVII Legislatura, México, 23 de septiembre de 1999.

3.3 Interpretación de la crisis mexicana

Las interpretaciones de la crisis mexicana en el marco de los modelos de crisis y contagio, cae dentro de varias categorías: Una primera distinción puede hacerse entre una "interpretación de desequilibrio" que hace énfasis en los parámetros fundamentales no sanos (la sobrevaluación real y un déficit de cuenta corriente insostenible) que dió preeminencia al crecimiento excesivo del crédito interno que causó que las reservas cayeran hasta el colapso del régimen cambiario²¹. El déficit de cuenta corriente seguía claramente una trayectoria insostenible y su corrección requería tarde o temprano un importante reajuste cambiario. Es decir, que mucho antes de alcanzar una relación deuda-exportaciones estable, la

²¹ Lustig y Ros (1998) comentan en detalle la "enfermedad mexicana", es decir, la insostenibilidad de las políticas cambiaria y comercial y la mala asignación de recursos que acompañó a las entradas de capital y llevo a un desplome del ahorro privado y a un déficit en cuenta corriente insostenible.

economía mexicana se enfrentaría a problemas serios de deuda y de balanza de pagos.

La presencia de desequilibrios en los parámetros fundamentales no es suficiente para explicar la crisis cambiaria, sin embargo vale la pena presentar una distinción entre los modelos de crisis, esta vez dentro de la hipótesis de "ataque especulativo" en el modelo de balanza de pagos de Krugman, y los modelos de primera y segunda generación, los cuales se basan en la inconsistencia entre un tipo de cambio fijo y una política monetaria y fiscal expansionista, y una monetización del déficit de cuenta corriente, donde el Banco Central defiende la tasa de cambio a través de perder reservas gradualmente. Esta inconsistencia es percibida por los especuladores y lleva a un ataque especulativo y al colapso de la tasa de cambio. Estos modelos son "fundamentalistas" en el sentido de que el origen de la crisis tiene que ver con fundamentos equivocados, en este caso la inconsistencia entre la tasa de expansión del crédito interno, el déficit externo y el régimen cambiario.

En contraste con el enfoque anterior, suponiendo que los ataques especulativos pueden darse aún sin problemas en los parámetros fundamentales (modelos de segunda generación), se puede suponer que la endogeneidad de la política económica introduce un elemento de indeterminación y de profecía auto-cumplida: un gobierno puede tener el deseo de continuar defendiendo la tasa de cambio (y seguir una política monetaria consistente con este objetivo) si no hay un ataque especulativo pero preferiría cambiar a un régimen de tipo de cambio flexible si un ataque especulativo lo fuerza a enfrentarse a la alternativa de la contracción monetaria.

La inconsistencia entre la política cambiaria y una política monetaria que esterilizaba las pérdidas de reservas era ciertamente como hemos visto una característica de la política económica mexicana en 1994. Las pérdidas de reservas, sin embargo, eran resultado de los propios ataques especulativos y no, como en el modelo de Krugman, de un déficit fiscal financiado con la expansión del crédito del Banco Central que lleva a un ataque especulativo.

La pérdida gradual de reservas durante la segunda mitad del año, que resultó de la desaceleración de las entradas de capital ante un inmenso déficit en cuenta corriente, y la inestabilidad política fue convalidada por la política de esterilización que se siguió durante el año. Lo que tiene que ver con los modelos de primera y segunda generación, ya que era dudoso que la política monetaria contraccionista para reducir el déficit corriente

y/o incrementar el superávit de la cuenta de capitales hubiera impedido ataques especulativos y el colapso eventual de la tasa de cambio.

Los problemas bancarios tuvieron un papel importante en los procesos que llevaron a la devaluación, como los modelos recientes de tercera generación que se inspiran en la crisis asiática. Esto sin embargo no es porque la crisis cambiaria fuera un derivado de una corrida bancaria causada por percepciones de insolvencia o porque eran garantías gubernamentales y el riesgo moral generaran malos préstamos y un déficit fiscal oculto. Los problemas bancarios eran importantes porque la fragilidad del sistema que resultaba de la naturaleza de las mismas entradas de capital, tuvo influencia en las decisiones de las autoridades de esterilizar las pérdidas de reservas y dolarizar la deuda interna, así como del elevado monto de créditos otorgados con base en deuda privada contraída en dólares.

Los altos costos de una política monetaria contraccionista también contribuyeron a el estallido de la crisis, ya que los costos (incluyendo el empleo y el crecimiento) en la percepción del gobierno, de no devaluar eventualmente se hicieron demasiado altos. Altas tasa de interés son frecuentemente el preludio de un ataque especulativo, precisamente porque indican a los especuladores los altos costos de defender el tipo de cambio.

La endogeneidad de la política económica, en la que se hace énfasis en los modelos de segunda generación de crisis cambiaria, es por lo tanto claramente relevante en la experiencia mexicana. Esto no quiere decir que la endogeneidad de la política económica necesariamente genera equilibrios múltiples. Los equilibrios múltiples se generan cuando un nivel suficientemente alto (pero no demasiado) de deuda pública genera credibilidad parcial en el tipo de cambio fijo. El incentivo para devaluar de parte del gobierno depende de expectativas de devaluación que se autocumplen; si estas son bajas, las tasas de interés permiten que el servicio de la deuda siga siendo pagado sin devaluar; si son altas, crean un incentivo muy fuerte para que el gobierno reduzca el valor real de su deuda total a través de una devaluación. La interdependencia entre la política cambiaria y las expectativas de devaluación abre las puertas a resultados que se autocumplen.

Entender la crisis cambiaria no es más que la mitad de la historia, ya que la crisis mexicana fue más que una crisis de tipo de cambio. Para entender la otra mitad de la historia, los argumentos de equilibrios múltiples del modelos de segunda generación se vuelve mucho más relevantes que para entender la primera mitad.

Además de la devaluación del peso las ventas de pánico de deuda pública hicieron que la prima de riesgo de los Tesobonos (el diferencial de tasa de interés entre los Tesobonos y los bonos del Tesoro estadounidense) subiera de menos de dos puntos porcentuales, antes de la devaluación a cinco puntos a finales de diciembre y a veinte puntos al final de enero de 1995. El 27 de diciembre, una subasta de refinanciamiento de Tesobonos tuvo que ser cancelada porque los inversionistas ya no estaban dispuestos a mantener esas obligaciones a tasas de interés aceptables para las autoridades mexicanas. La reacción de los inversionistas del mercado accionario fue retirar el capital tan pronto como fuera posible. En cualquier caso hacia la segunda semana de enero, México estaba al borde de una moratoria y los mercados financieros de América Latina y de otras regiones empezaron a verse afectadas de una forma creciente. En suma, el colapso del peso rápidamente degeneró en una crisis de deuda.

El gobierno fue incapaz de refinanciar su deuda durante diciembre de 1994 y enero de 1995 ya que los temores de moratoria se multiplicaron en un momento en que al dejar flotar el peso las reservas que quedaban en el Banco Central estaban en un nivel muy bajo, mientras que la deuda a corto plazo, particularmente los Tesobonos atados al dólar, que vencían durante 1995 estaban en niveles muy altos. Además la dolarización de la deuda significaba que la devaluación no hizo nada para reducir la alta relación de Tesobonos a reservas (mientras aumentaba el valor real en pesos de la deuda en dólares). Los inversionistas vieron que los pagos que vencían en 1995 (estimados en alrededor de 50 mil millones de dólares) era mucho mayores que los recursos disponibles estimados: las reservas internacionales en el Banco de México era alrededor de 6 mil millones de dólares. Esto explica porque el primer paquete internacional de rescate de 18 mil millones de dólares no tuvo éxito para calmar a los mercados. El paquete de rescate, más las reservas internacionales, apenas cubrían la mitad de las obligaciones financieras de México, fue necesario un paquete de alrededor de 50 mil millones de dólares, equivalente al total de los pagos de deuda que vencía en 1995 para detener el colapso del peso.

La deuda pública de México había estado cayendo continuamente en los seis años anteriores a la crisis, fundamentalmente por la estructura de plazos de la deuda (y no tanto por su nivel). En éste modelo, hay un intervalo crucial de deuda, en el que el gobierno estaría dispuesto a pagar el servicio de la deuda existente si la puede refinanciar pero entraría en moratoria si no puede obtener nuevos créditos.

Cuando la deuda pública esta en el intervalo crítico llamado en los modelos de segunda generación como la "zona de crisis", existen

equilibrios múltiples y si la moratoria ocurre o no, depende de si el gobierno puede refinanciar su deuda. Una característica clave del modelo es que el tamaño de la "zona de crisis" depende del plazo promedio de la deuda pública. Con una estructura de plazos muy corta, el intervalo es de gran tamaño e incluye niveles de deuda que en el caso de México antes de la crisis, no era considerados altos para los estándares internacionales.

Esta línea sugiere que el pánico que siguió a la devaluación difícilmente podría haber alcanzado un nivel tan alto en el primer trimestre de 1994 (después del asesinato de Colosio), cuando las reservas todavía estaban en cerca de 20 mil millones de dólares, el monto de los Tesobonos era de alrededor de 6 mil millones de dólares y el plazo promedio de los bonos del gobierno era de 306 días (comparado con 206 en diciembre). Dados estos niveles la economía probablemente estaba todavía fuera de la "zona de crisis".

Pero en la medida en que el gobierno decidió defender a ultranza la paridad, entró en la zona de "equilibrio malo", en el sentido de que las variables económicas fundamentales se volvían insostenibles, particularmente la defensa del tipo de cambio.

CAPITULO IV CRISIS DEL SUDESTE ASIÁTICO DE 1997

Los países del sudeste asiático en un entorno de auge económico, también se vieron inmersos en un proceso de liberalización financiera, lo que los llevó a ser vulnerables a los ataques especulativos.

Bajo ese contexto, son considerados como un claro ejemplo de lo que la apertura financiera y comercial puede causar, desajustes en economías con un alto índice de productividad.

En este capítulo se analiza el desarrollo de los países asiáticos, en especial los que son considerados como países emergentes, Tailandia, Indonesia, Malasia, Filipinas y Corea, el proceso de liberalización financiera, la crisis de 1997 y su recuperación.

4.1. Auge de los países del sudeste asiático

A comienzos de los años setenta Asia era un mosaico de países atrasados que mantenían una débil integración con Japón. Dos décadas después la región se había convertido en la más dinámica del mundo, destacando por su desempeño exportador y su capacidad para asimilar y con frecuencia perfeccionar algunos de los avances tecnológicos más importantes. En esos años Japón alcanzó la plenitud de su desarrollo tecnológico gracias al impulso generado por el estado desarrollista en momentos en que los países occidentales, como Estados Unidos a la cabeza, se hundía en una crisis estructural. (Dabat, Rivera y Toledo)

El ascenso de los países atrasados de Asia fue resultado de la adopción de una modalidad de desarrollo inspirado en el éxito japonés, que tuvo como denominador común una inserción estratégica al mercado mundial (la maximización de las exportaciones, primero de manufacturas intensivas en mano de obra y posteriormente de productos avanzados en tecnología).

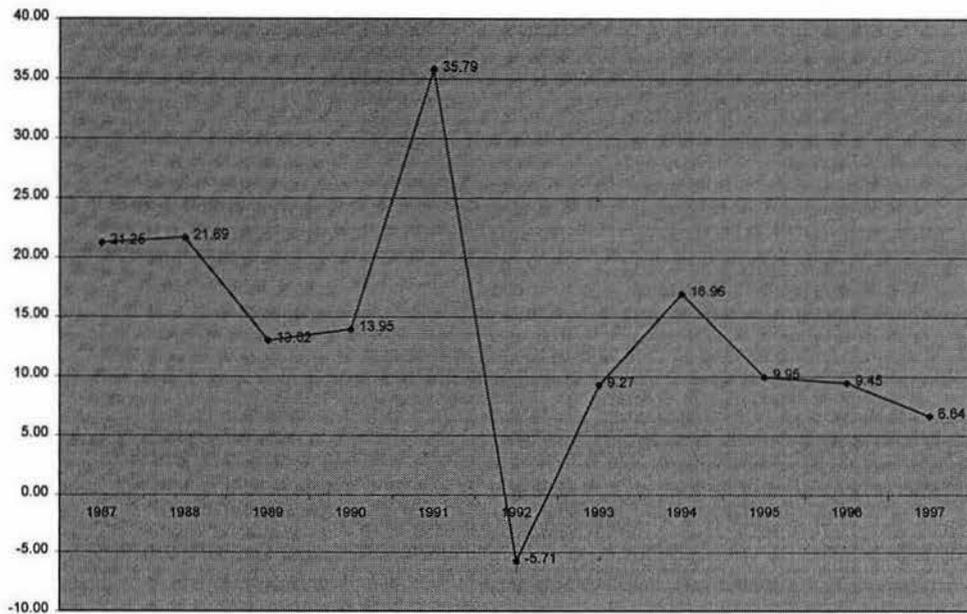
Gracias a ello se inició la conformación de grandes núcleos espaciales: el de Japón, el de China, los subespacios de los tigres asiáticos (Corea, Taiwán, Singapur y Hong Kong) y el integrado por cuatro países de la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN, por sus siglas en inglés): Malasia, Tailandia, Indonesia y Filipinas.

Japón pasó a ser la potencia económica de la región en la cual gravitan los países asiáticos y su moneda nacional uno de los pilares del sistema monetario internacional.

La importancia de los países de la ASEAN radicó en que constituyeron una reserva de fuerzas de trabajo y recurso naturales, cuya incorporación a los polos fundamentales de actividad regional se trajo en el alargamiento del ciclo de crecimiento conjunto. A medida que se elevaban los costos salariales en Japón y luego en los tigres se transfirió la producción a este grupo.

Derivado de ello, en los años ochenta los países asiáticos mostraban un crecimiento sostenido alcanzado gracias a las políticas proteccionistas y de intervención del estado en la economía, las cuales estaban orientadas al desarrollo tecnológico y al crecimiento de las grandes empresa.

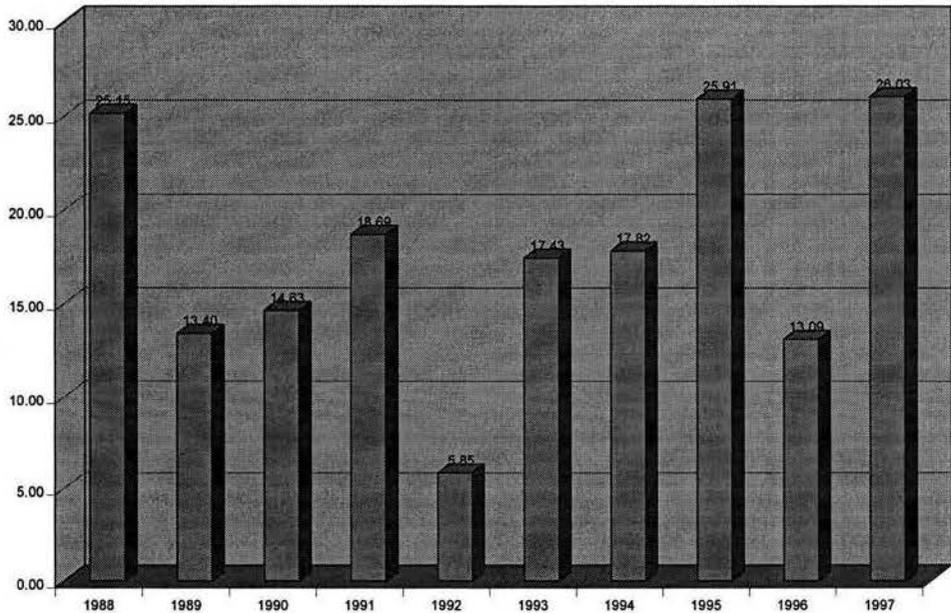
SUDESTE ASIATICO
CRECIMIENTO DEL PIB DE 1987 A 1997



Se introdujo una planeación económica formal y se produjo una serie de cambios estructurales en la industria y tecnología como estrategia del gobierno, lo que se tradujo en un alto nivel de integración interna y de crecimiento de la productividad, permitiendo que aumentaran las exportaciones manufactureras

Las altas tasas de inversión y de ahorro alcanzadas en los países asiáticos no se deben a la existencia de fundamentos sólidos, ni a la baja inflación y estabilidad cambiaria. Por el contrario, todo esto es resultado de la dinámica de acumulación y crecimiento alcanzado en dichos países a raíz de las políticas proteccionistas y de intervención del estado en la economía. (Huerta, 1998).

SUDESTE ASIATICO
CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES



4.2 Liberalización financiera en el Sudeste Asiático

Los países asiáticos iniciaron la desregulación del sistema financiero en el transcurso de los años ochenta. En un primer momento, mediante la desreglamentación de las tasas de interés, la eliminación de los controles administrativos sobre la expansión y asignación de crédito y la creación y expansión de mercados de títulos y participaciones de capital. Pero la liberalización de los movimientos de capital a nivel internacional, esto es la libre circulación de capitales fue impulsada sobre todo en el transcurso de los años noventa permitiendo incluso la creación de centros financieros off - shore, como el de Labuan en Malasia y el Bangkok creado en 1992 en Tailandia.

La desregulación y apertura de sus mercados financiero, se dio bajo la presión de la OECD y la OMC, quienes demandan la liberalización financiera como una condición para aceptar como miembro a los nuevos países industrializados.

En el Sudeste de Asia la desregulación financiera ocurrió dentro de un programa de políticas económicas destinadas a incentivar inversión extranjera, entre ellas destacan: mantener una disciplina fiscal, altas tasas de interés y un tipo de cambio estables.

Las reformas consistieron en :

- Eliminación de controles cuantitativos a la expansión del crédito, sustituyéndolo por operaciones de mercado abierto y subastas de fondos y depósitos del banco central.
- Liberalización de las tasas de interés
- Libre entrada a intermediarios extranjero
- Eliminar restricciones a la inversión extranjera en activos de capital domésticos
- Suprimir los límites al endeudamiento en moneda extranjera de los bancos
- Desaparición de la canalización selectiva del crédito a sectores o fines específicos
- Autonomía al Banco Central

- Tipo de cambio libre

La desregulación del crédito no afectó tanto el volumen del crédito, como su asignación advirtiéndose la ruptura de los vínculos entre el crédito y la inversión que habían formado parte esencial de su modelo tradicional de desarrollo. (Mántey 2000)

La conjunción de estímulos a la inversión extranjera, altas tasas de interés real doméstica, estabilidad en los tipos de cambio, plena convertibilidad de las monedas y facilidades al endeudamiento externo de empresas y bancos, dieron por resultado fuertes entradas de capitales a corto plazo a los países de la región, principalmente a inicio de los años 90, cuando los países industrializados pagaban los costos de su propia desregulación financiera en forma de una deflación de sus mercados bursátiles.

Las altas ganancias que se obtenían del crecimiento de los índices accionarios y el compromiso de los gobiernos de sostener los tipos de cambio nominales, indujeron a los bancos a realizar operaciones riesgosas con productos financieros derivados, cuyos devastadores efectos en la solvencia bancaria sólo fueron apreciables cuando los mercados de cambio comenzaron a acusar presiones especulativas.

Cronología de la apertura y desregulación del sistema financiero

País	Eliminación de los techos de interés	Eliminación de los techos de crédito	Eliminación a tasa de descuento	Introducción de nuevos instrumentos financieros	Privatización de Bancos Comerciales
Corea	1981-1989	1981-1989	1981-1989	1984	1980
Filipinas	1983	1983	1983	1982	1983-1989
Indonesia	1983-1988	1983-1988	1983-1988	1983-1985	
Malasia	1978			1984-1986	

Fuente: Banco Mundial. Financial Liberalization in Developing Countries. 1996

Para finales de 1997 los países asiáticos y latinoamericanos habían liberalizado sus mercados de la siguiente manera :

País	Libertad de entrada de capitales
América Latina	
Argentina	Libre
Brasil	Libre
Chile	Algunas restricciones
México	Libre
Venezuela	Algunas restricciones
Sudeste Asiático	
Indonesia	Algunas restricciones
Corea	Algunas restricciones
Malasia	Libre
Tailandia	Algunas restricciones
Filipinas	Algunas restricciones

Fuente: "Private capital flows in developing countries" en Banco Mundial 1997

Para autores como Arturo Huerta la liberalización financiera fue la causante principal de la crisis asiática. Puyana por su parte subraya que cada una de las cinco economías en crisis había iniciado, pero no había completado una reforma y liberalización del sector financiero. Las reformas parciales habían llevado a sistemas financieros frágiles, caracterizados por una creciente deuda externa de corto plazo, crédito bancario en rápida expansión y una inadecuada regulación y supervisión de las instituciones financieras.

Los flujos de capital especulativo de corto plazo en forma de préstamos a los bancos y otras instituciones financieras, ascendieron a algo más del 6% del PIB entre 1990 y 1996. En el caso de Tailandia este porcentaje fue del 10% del PIB en promedio durante los noventa, llegando a 13% en 1995.(Puyana Ferreira 2000)

El punto básico, sin embargo, es que la actual estructura financiera internacional, basada en tipos de cambio fluctuantes y movimientos especulativos de capital de corto plazo, es intrínsecamente inestable y volátil.

4.3. Crisis Asiática

En la crisis asiática se registraron dos momentos, el primero, el colapso de las exportaciones regionales en 1996 y 1997 a consecuencia del desplome de los precios mundiales de los principales productos regionales de exportación como la industria electrónica;²² y el segundo, fue el paso de la sobrevaluación a la depreciación acelerada del yen creando una pérdida de competitividad precio.

El derrumbe de los ingresos por exportación ocurrió en un entorno de fuerte alza de los costos laborales y de menores logros en la productividad, lo que condujo a su vez a una caída de la rentabilidad.

La liberalización de la cuenta de capital de la balanza de pagos emprendida por estos países desde principios de los noventa facilitó el financiamiento externo del déficit comercial, por medio de los flujos de capital extranjero, pero la entrada de capital externo fue excesiva y estuvo mal orientada generándose serias distorsiones macroeconómicas .

En tanto la liberalización financiera emprendida por los países asiáticos coincidió con una elevada liquidez internacional y con la aparición de nuevos agentes y mecanismos financieros (fondos de inversión, mayor apertura de la bolsa de valores y nuevos instrumentos de deuda) propició un gran endeudamiento e incrementó la vulnerabilidad de los sistemas bancarios.

Esto llevó a que las fallas de supervisión propiciaran, especialmente en Tailandia, Indonesia y Corea, un endeudamiento sin cobertura a corto plazo que al sumarse a las actividades especulativas, la saturación de mercado, etc., propició la acumulación de riesgos en el sector bancario, la bolsa de valores y las empresas más expuestas a la competencia internacional. (Dabat, Rivera y Toledo 2001)

Bajo este escenario de excesivo apalancamiento a corto plazo, inflación del valor de los activos y extrema vulnerabilidad del sistema bancario, como el tailandés, el desplome de las exportaciones actuó como detonante para la sobrevaluación del tipo de cambio y propició los ataques especulativos.

²² La depresión del mercado mundial de productos electrónicos se agravó debido a que los países de la región elevaron sus volúmenes de exportación para tratar de compensar el desplome de los precios.

La crisis asiática se presentó desde mediados de 1997 afectando principalmente a Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas y Tailandia. Se inició en éste último país con la caída del 20% del Bat., expandiéndose rápidamente a los otros países.

Los bancos invirtieron en propiedades y acciones como parte de sus activos para tener ventaja sobre la inflación. En Indonesia empresas internacionales fueron los principales tenedores de la deuda externa de corto plazo. En Corea las empresas obtuvieron préstamos del extranjero, al igual que los bancos y estos últimos se convirtieron en los principales deudores. Algunas de las deudas llegaron a tener solvencias por medio de los préstamos externos o por la colocación de títulos de deuda, pero otros que alcanzaban cifras muy altas no se lograron cubrir, lo que ocasionó que la mayoría de los inversionistas empezaron a retirar el financiamiento a corto plazo. Con ello el tipo de cambio cayó y los precios de las propiedades entraron en crisis y los problemas se intensificaron y la crisis regional estalló. (FMI 2000)

Una de esas razones por la que cambió la afluencia de capital de corto plazo fue la inestabilidad del tipo de cambio, y el declive en la competitividad de precios, después de la fuerza que adquirió el dólar a mediados de 1995. En Indonesia y Tailandia las exportaciones crecieron lentamente, mientras que las importaciones no disminuían, por lo que el déficit de la cuenta corriente se incrementó. Las autoridades como política de ajuste a este suceso abandonaron el tipo de cambio fijo y permitieron un tipo de cambio flotante.

INDICADORES ECONOMICOS DE PAISES ASIATICOS

		1995	1996	1997	1998	1999	2000
COREA	Tipo de cambio (Won por dólar)	774.7	844.2	1695	1204	1138	1264.5
	Precios al consumidor	100	104.9	109.6	117.8	118.8	121.5
	Cuenta corriente (millones de dólares)	-8507	-23006	-8167	40365	24477	12241
	Cuenta Financiera (millones de dólares)	17273	23924	-9195	-8388	12709	12725
	Inversión extranjera directa (millones de dólares)	-3552	-4671	-4449	-4740	-4198	-4999
	Producto Interno Bruto (precios de 1995, millones de won)	377350	418479	453276	444367	482744	517097
FILIPINAS	Tipo de cambio (pesos por dólar)	26.214	26.288	29.975	39.059	40.313	49.998
	Precios al consumidor	100	109	115.4	126.6	135.1	141
	Cuenta corriente (millones de dólares)	-1980	-3953	-4351	1546	7910	9081
	Cuenta Financiera (millones de dólares)	5309	11277	3498	483	-935	-6794
	Inversión extranjera directa (millones de dólares)	-399	-182	-136	-160	59	95
	Producto Interno Bruto (precios de 1985, millones de pesos)	802.2	849.1	893.2	888	918.2	955
INDONESIA	Tipo de cambio (rupias por dólar)	2308	2383	4650	8025	7085	9595
	Precios al consumidor	100	108	115.2	181.7	218.9	227
	Cuenta corriente (millones de dólares)	-6431	-7663	-4889	4096	5785	7985
	Cuenta Financiera (millones de dólares)	10259	10847	-603	-9638	-5941	-7896
	Inversión extranjera directa (millones de dólares)	-603	-600	-178	-44	-72	n.d
	Producto Interno Bruto (precios de 1993, billones de rupias)	383792	413798	433246	376375	379558	397666
MALASIA	Tipo de cambio (ringgit por dólar)	2.54	2.52	3.89	3.8	3.8	3.8
	Precios al consumidos (promedio del periodo)	100	103.5	106.2	111.8	114.9	116.7
	Cuenta corriente (millones de dólares)	-8644	-4462	-5935	9529	12606	8409
	Cuenta Financiera (millones de dólares)	7643	9477	2198	-2550	-6619	-6276
	Producto Interno Bruto (precios de 1987, millones de riggit)	166625	183292	196714	182221	192794	209269
	TAILANDIA	Tipo de cambio (baht por dólar)	25.19	25.61	47.247	36.691	37.47
Precios al consumidor		100	105.8	111.8	120.8	121.1	123
Cuenta corriente (millones de dólares)		-13554	-14691	-3021	14243	12428	9195
Cuenta Financiera (millones de dólares)		21909	19486	-12056	-14110	-11073	-9991
Inversión extranjera directa (millones de dólares)		-886	-931	-580	-130	-346	16
Producto Interno Bruto (precios de 1988, billones de baht)		2933.2	3095	3081	2768	2860	2984.9

Fuente: International Financial Statics. FMI. Yearbook. Vol. LIV 2001

4.4. Flujo de capitales

La entrada de capitales fue una de las principales causas de la irrupción de la crisis. Atraído por la estabilidad del tipo de cambio, la política fiscal sana al igual que la balanza de pagos, la política monetaria y el alto nivel de crecimiento del PIB, junto con el rápido crecimiento del crédito interno, a principios de 1990 y en un entorno de caída de las tasas de interés internacionales, los países asiáticos se volvieron más atractivos. (Shigemitsu Sugisaki 1998)

En Tailandia por ejemplo, la gran afluencia de capitales a corto plazo se observa entre 1994 y 1997, por el deseo de los inversionistas internacionales de diversificar su portafolio, ya que los países latinoamericanos dejaron de ser tan atractivos por la crisis financiera en México en 1995.

Según versiones oficiales la crisis se presentó primero en el sector financiero debido a las siguientes debilidades:

- a) El sector financiero en Indonesia, Corea y Tailandia carecía de una apropiada supervisión. Las Instituciones financieras pidieron préstamos al extranjero
- b) La afluencia de capitales se invirtió en acciones,
- c) En el caso de Corea los préstamos extranjeros, estaban financiados por una excesiva inversión en conglomerados, los llamados chaebols.
- d) Las autoridades tuvieron en algunas instancias que rescatar la insolvencia de las instituciones financieras y prevenirlas de la liquidación.

4.5 Recuperación de la crisis

Después de la crisis los países se vieron inmersos en programas de reestructuración económica establecidos por el Fondo Monetario Internacional

Corea	Indonesia	Tailandia	Filipinas	Malasia
<p>A principios de 1998 Corea llegó a un acuerdo con los bancos extranjeros para ampliar el plazo de vencimiento de los créditos contra sus bancos y evitar el incumplimiento de las obligaciones respectivas</p>	<p>Reforma del sector bancario acompañada por la reestructuración de empresas</p>	<p>Política monetaria con un régimen de tipo de cambio flotante y un incremento en la tasa de interés. Cuando el Baht comenzó a estabilizarse las autoridades redujeron la tasa de interés</p>	<p>Sistema de flotación del peso</p>	<p>Malasia adoptó una política monetaria y fiscal más restrictiva e hizo hincapié en la ejecución de medidas estructurales, especialmente en cuanto a regulación y supervisión del sector financiero y establecimiento de un sistema de intermediación más eficaz.</p>
<p>Se estableció un aumento temporal de las tasas de interés encaminado a estabilizar el won y evitar una espiral de depreciación e inflación.</p>	<p>Medidas de desregulación y privatización del sector bancario, y una mejor gestión pública. Este marco de política económica dio importantes resultados, incluida la eliminación casi total de la inflación, la estabilidad de la rupia y la recuperación de las reservas de divisas.</p>	<p>Las autoridades promovieron la reestructuración de las instituciones financieras en dificultades. En las primeras etapas las actividades del programa consistieron en liquidación de compañías financieras, en cuyo contexto cerraron 56, intervención gubernamental en los bancos en situación más débil y</p>	<p>Aplicación de una política monetaria más restrictiva</p>	<p>En septiembre de 1998 se impusieron controles al capital, que consistían en la obligación de repatriar las inversiones en ringgit a más tardar el 30 de septiembre y el establecimiento de un periodo de mantenimiento de un año a los efectos de la repatriación de las inversiones de capital de cartera.</p>

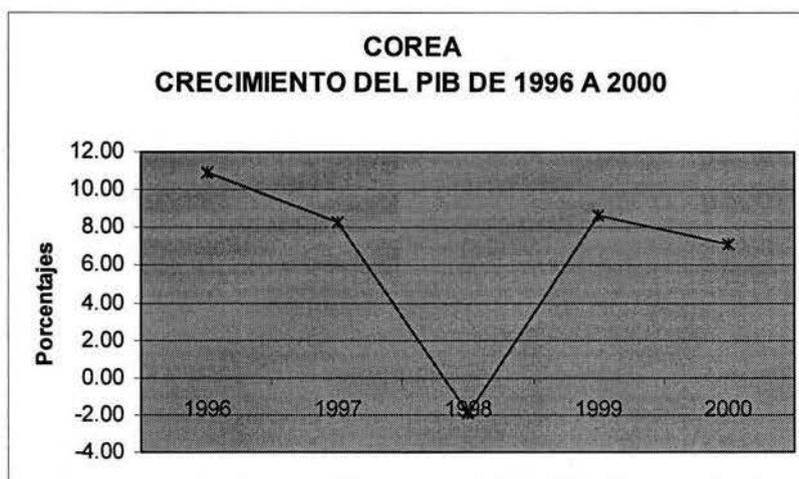
		recapitalización del sistema bancario.		
A principios de 1998, y una vez estabilizado el won, se aplicó una política macroeconómica más flexible para estimular la economía y adoptaron una orientación fiscal expansiva	El mejoramiento de la actitud de los inversionistas se reflejó en la recuperación del mercado de valores	En 1998 se aceleró el programa de reforma, centrándose en la privatización de bancos intervenidos, la enajenación de activos de las compañías financieras y la reestructuración de la deuda de las empresas	Reforzamiento del sistema bancario	
El gobierno diseñó un acuerdo tripartito en que tomaron parte los sindicatos, las empresas y el Estado. Las autoridades también reforzaron la red de protección social ampliando el sistema de seguro de desempleo y proporcionando respaldo directo a través de programas de obras públicas, protección temporal del nivel de vida y otros programas sociales.		Dispusieron recortes presupuestarios para liberar recursos que pudieran destinarse a financiar la reestructuración de la balanza de cuenta corriente y respaldar el mejoramiento de la misma.		
Los objetivos de la reforma		En gran medida el		

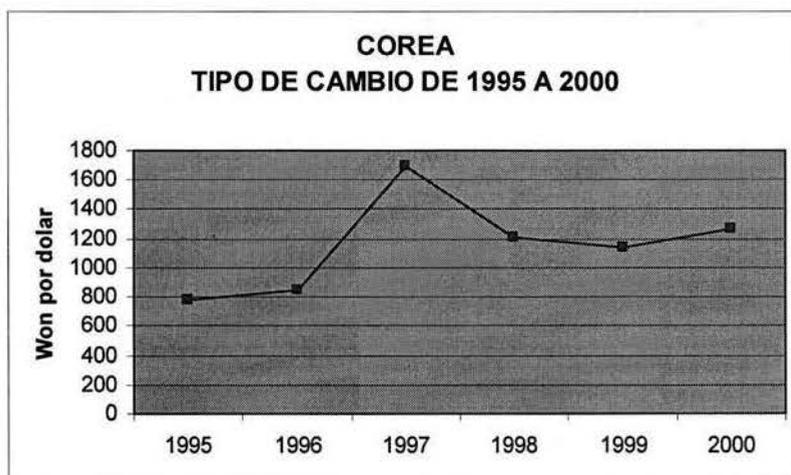
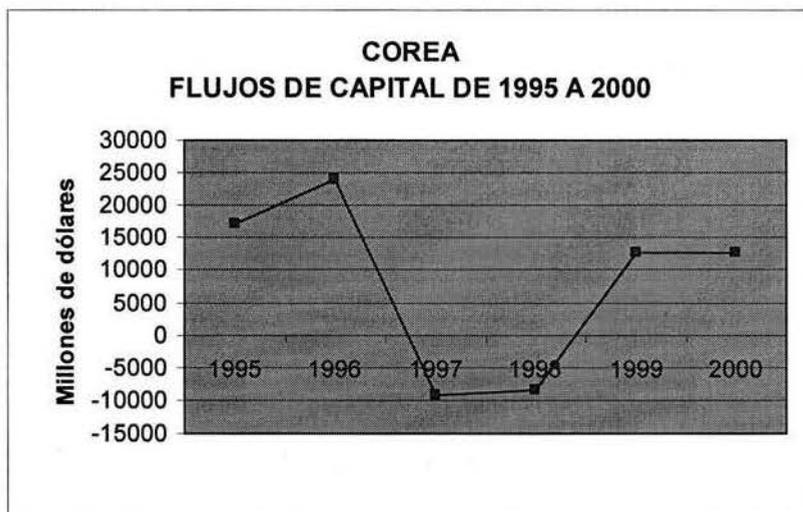
estructural consistieron en liberalizar aún más la cuenta de capital, reestructurar los sectores financieros y empresarial, flexibilizar aún más el mercado de trabajo y mejorar el sistema de transparencia de la información		aumento del gasto estuvo destinado a financiar programas de redes de protección social para los sectores de la población afectados por la crisis.		
--	--	---	--	--

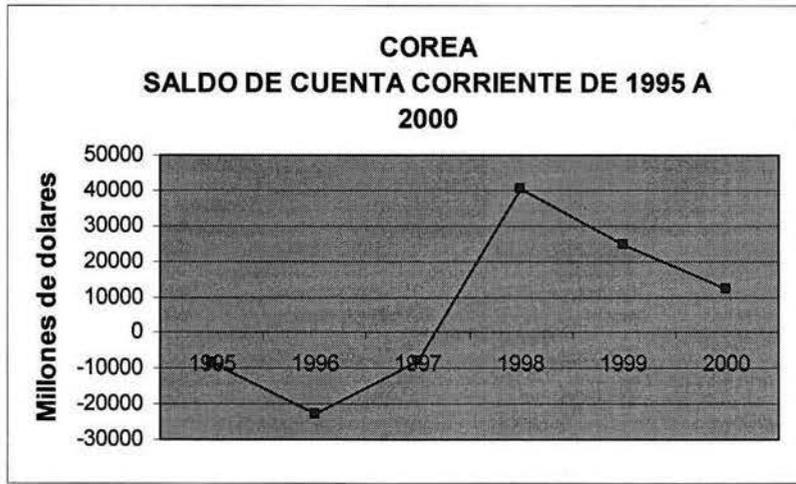
En los siguientes gráficos podemos ver los resultados inmediatos de las medidas tomadas en cada uno de los países.

• **Corea**

La caída del PIB en Corea fue muy pronunciada durante la crisis, sin embargo se vuelve a recuperar en el 2000 a un nivel similar al de 1997. La corriente de flujos de capital después de presentar un nivel muy alto en 1996 cae con signo negativo en 1997 y 1998, para recuperarse en 1999 y mantenerse constante hasta el 2000. De forma contraria se comporto el saldo de la cuenta corriente que en 1998 ser recupera en forma relativamente rápida. Por su parte el tipo de cambio se mantiene constante durante 1998, 1999 y 2000.

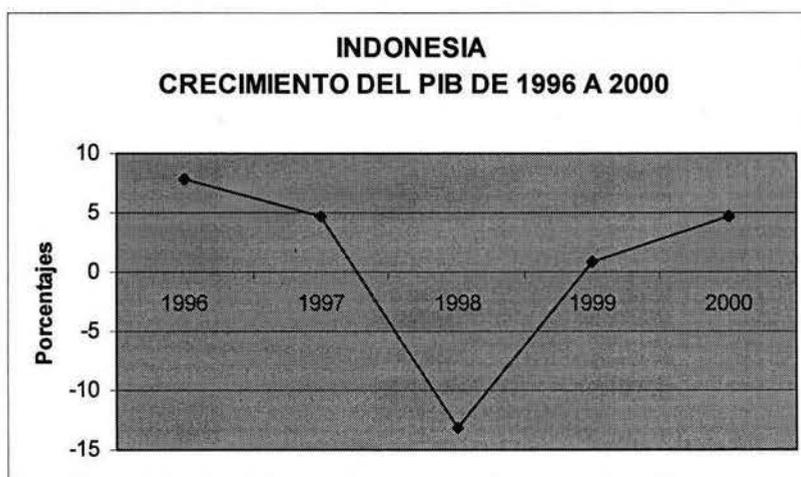


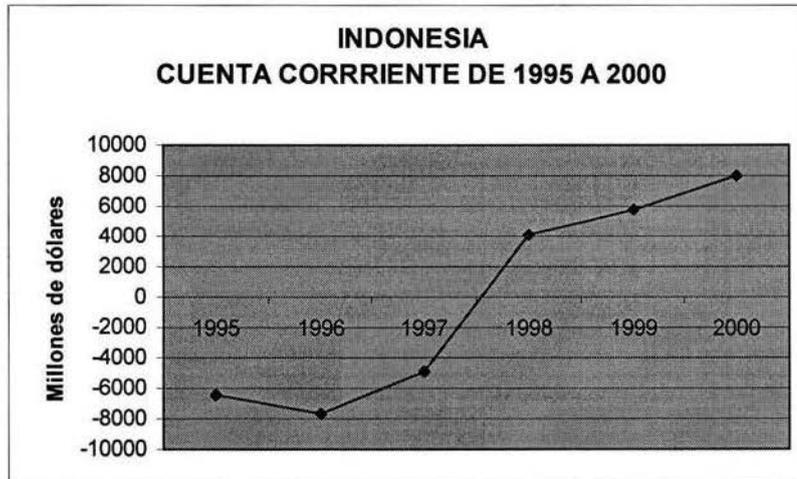
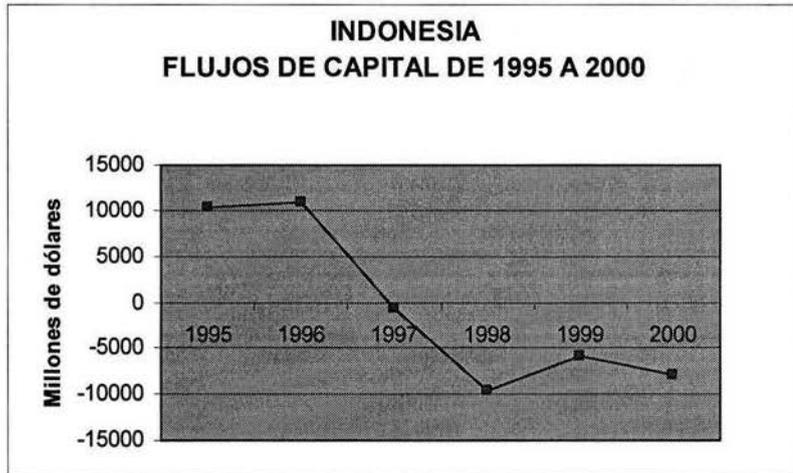


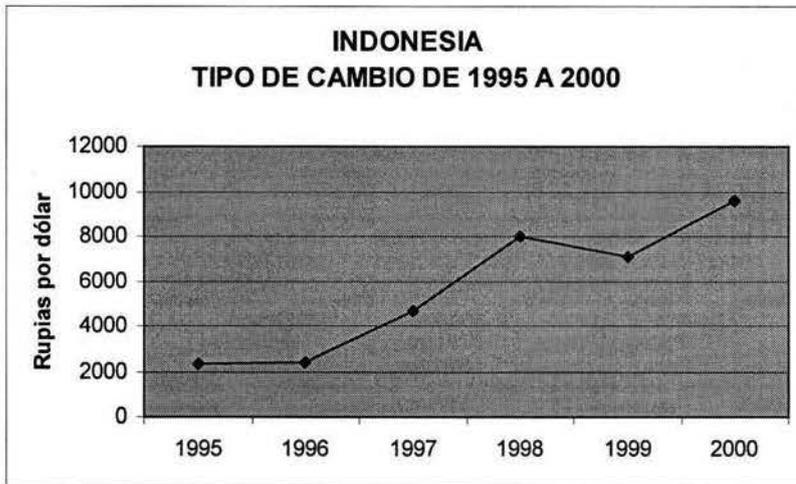


• **Indonesia**

En Indonesia la recuperación ha sido lenta, ya que los indicadores presentan signos positivos hasta 1999, como es el caso del PIB que hasta ese año registra un pequeño incremento en la tasa de crecimiento para seguir creciendo a un más en el 2000, sin embargo los flujos de capital han continuado con signo negativo desde 1997, de forma contraria la cuenta corriente presenta un superávit que ha ido creciendo desde 1998, mientras que el tipo de cambio continúa devaluándose en forma continua hasta el 2000.

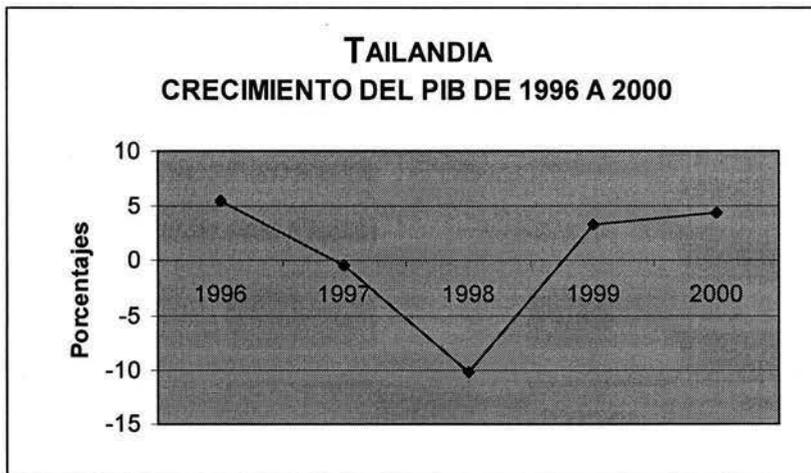


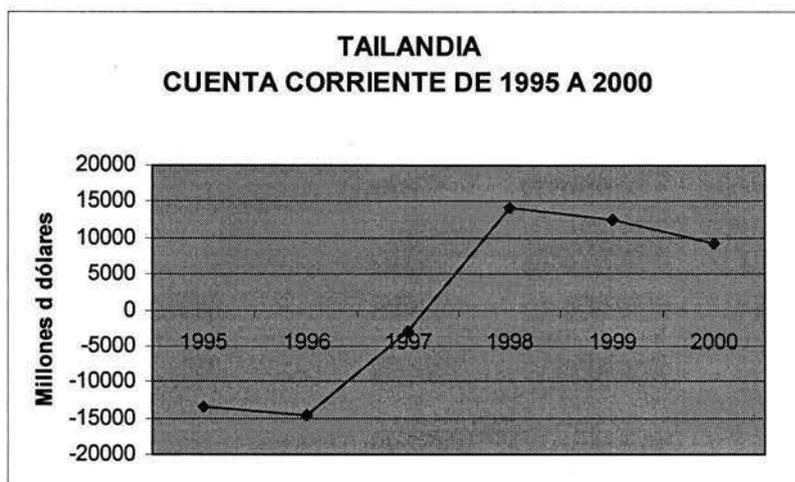
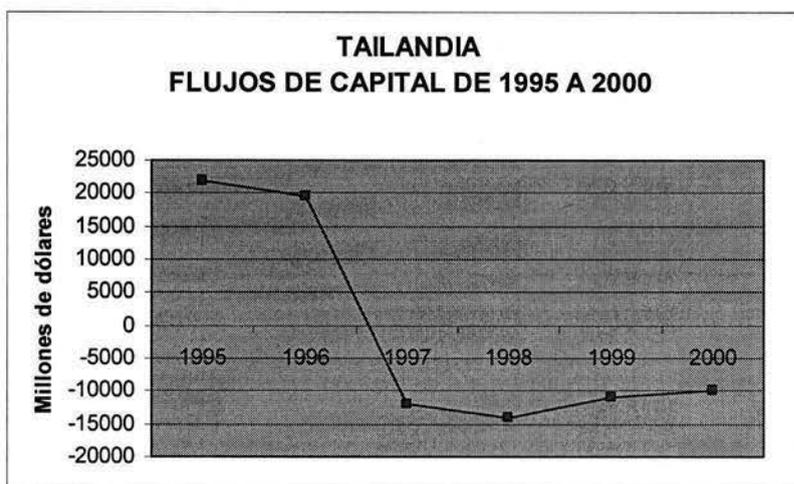


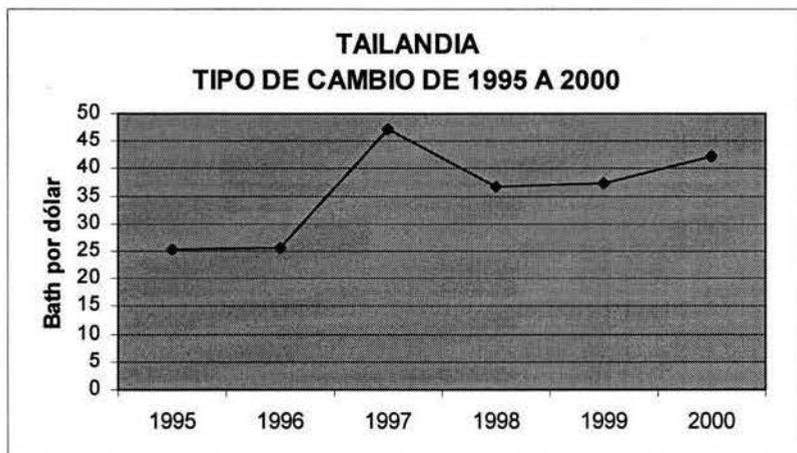


• Tailandia

El crecimiento del PIB en Tailandia se presenta hasta 1999 con un incremento del 5 por ciento hasta alcanzar el mismo nivel que presentaba en 1996, mientras que la entrada de flujos de capital desde 1997 registra signos negativos. Por otro lado la cuenta corriente se incrementa en un nivel alto desde 1998 manteniéndose constante hasta 2000. El tipo de cambio continuo con pequeñas devaluaciones, alcanzando un nivel mas alto que el que se registraba en 1995.

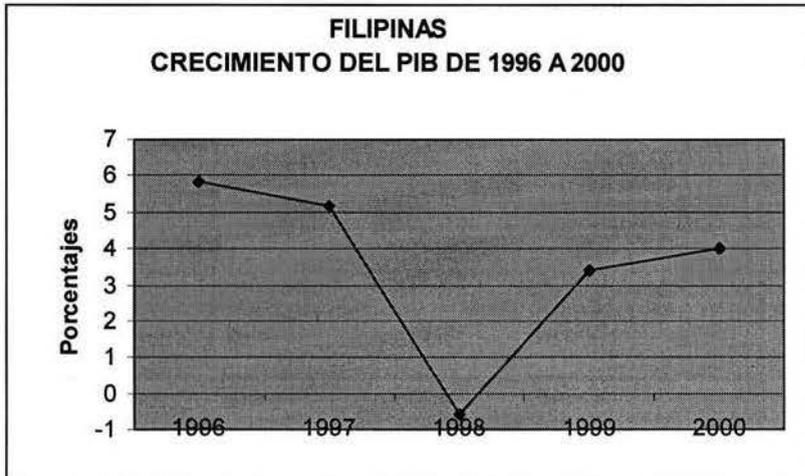


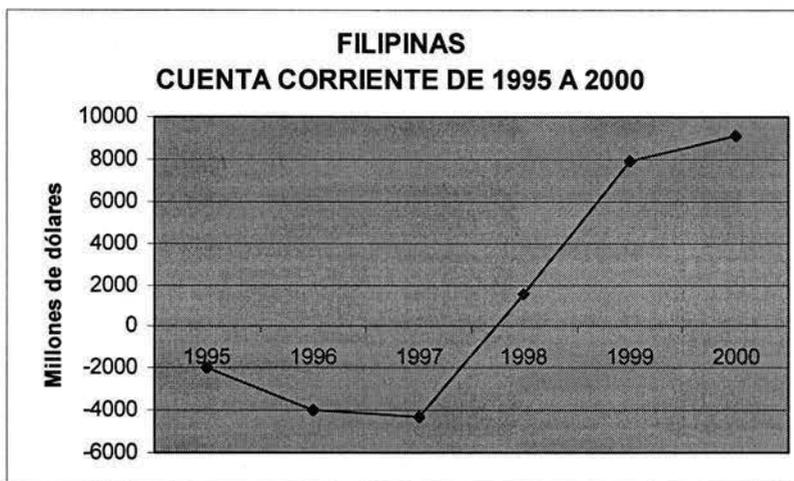
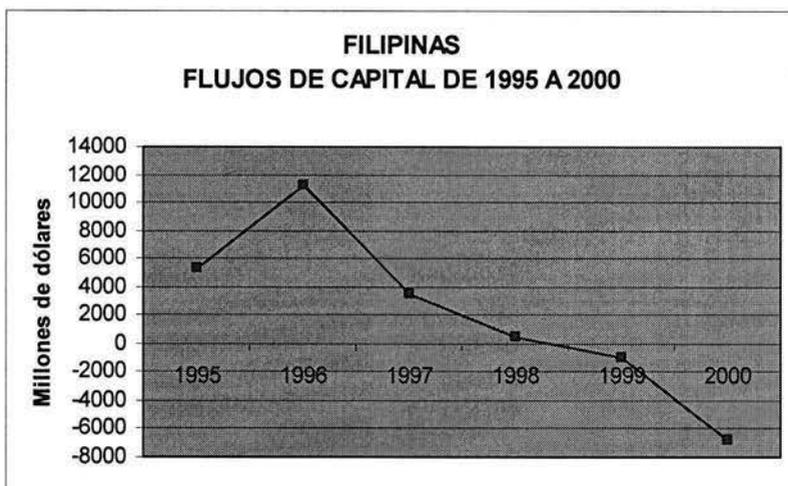


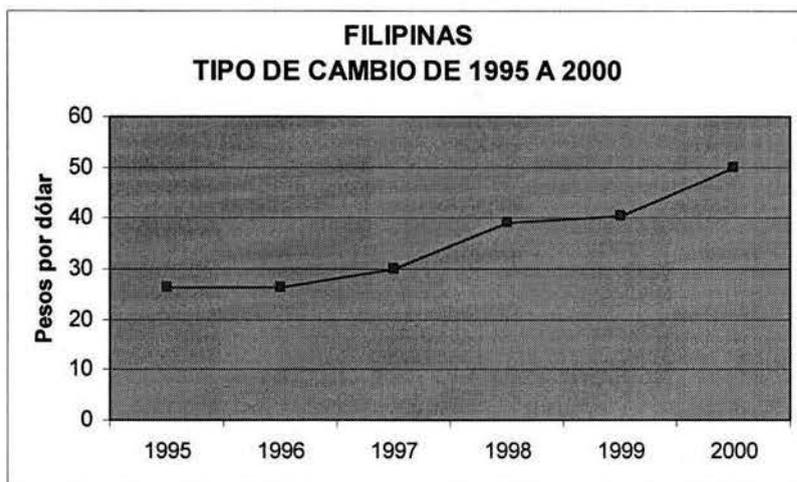


● Filipinas

El crecimiento del PIB en términos porcentuales dio un fuerte salto positivo en 1999 y continuó incrementándose en el 2000, de forma contraria la corriente de flujos de capital desde la caída en 1997 nos se ha recuperado hasta llegar en el 2000 a niveles negativos. Sin embargo la cuenta corriente presenta crecimiento a la alza desde 1998llagando a los 9 mil millones de dólares en el 2000, por su parte le tipo de cambio continua su caída de forma progresiva.

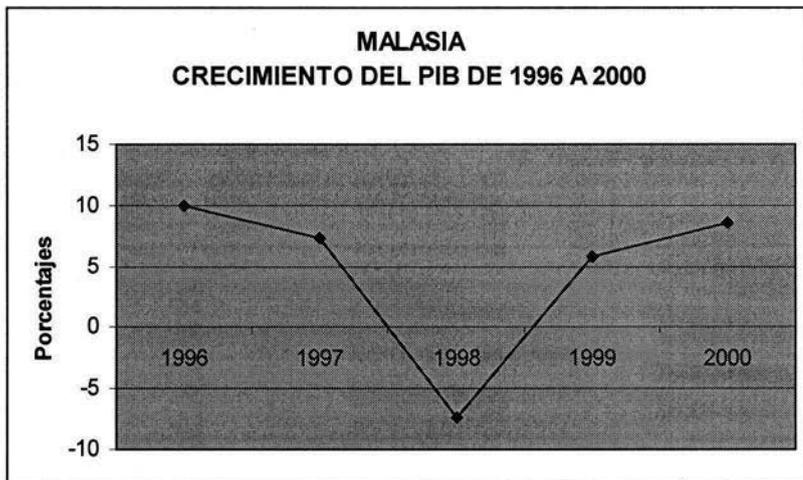


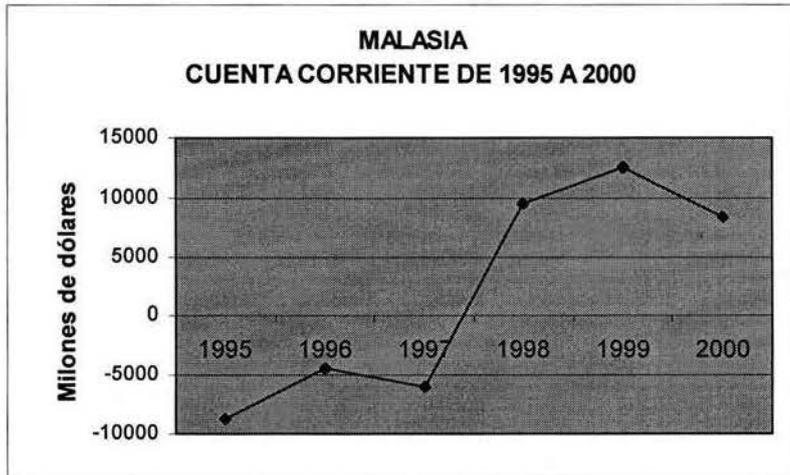
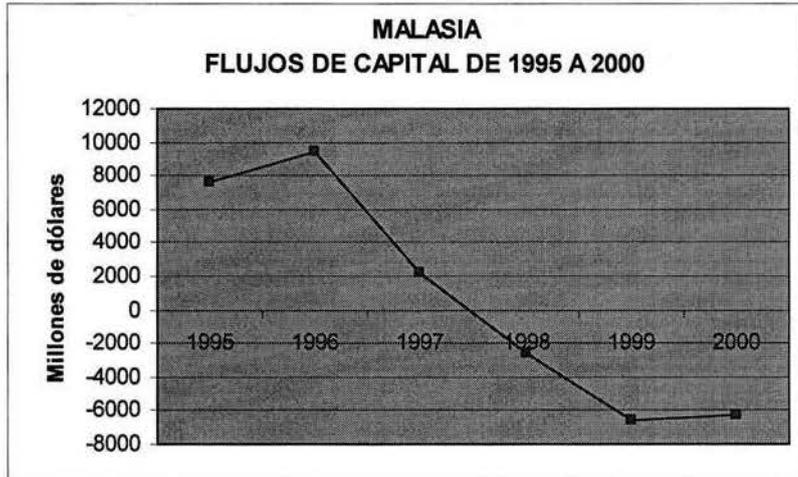


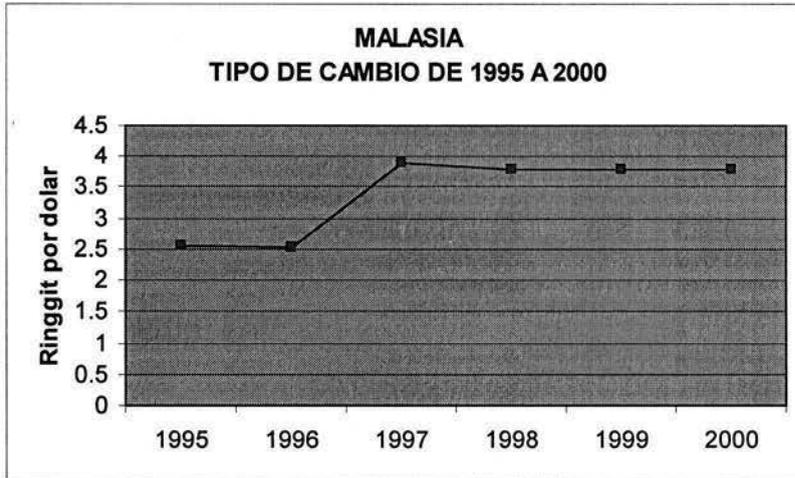


• **Malasia**

En Malasia al igual que en los demás países asiáticos su recuperación empieza en 1999, con un crecimiento del PIB de 5 por ciento, alcanzando niveles superiores en el 2000 de lo que se tenían antes de la crisis. Sin embargo los flujos de capital después de 1997 continuaron bajando hasta llegar a niveles negativos a partir de 1999, contrario de lo que se registra en la cuenta corriente que presenta un importante incremento desde 1998 con un tipo de cambio constante.







4.6. El papel del contagio

El contagio en el Sudeste Asiático no sólo tuvo entre sus elementos nexos financieros y comerciales sino también pánico de los agentes y la conducta irracional de los inversionistas, es decir lo que se conoce como una "conducta de manada".

Lo común en todos los países que afrontaron la crisis fue una desregulación inicial de la cuenta de capitales de la balanza de pagos y de su sector financiero en general. Ello creó el marco objetivo que abrió paso a desplazamientos repentinos de enormes sumas de capital.

Los puntos que influyeron más poderosamente y directamente en desencadenar la crisis de los países asiáticos fueron: que una parte creciente de la inversión extranjera directa se dirigió hacia los servicios (sector terciario), particularmente hacia el sector financiero-especulativo. Este último, estimulado por el actual sistema de tipos de cambio fluctuante y tasas de interés inestables, en el marco de una revolución informática y una tendencia hacia la homogeneización de los procesos de trabajo y las tecnologías han creado condiciones objetivas que estimulan el desarrollo de ese tipo de actividades.

La crisis que inició en Tailandia y se expandiera a otros países que presentaban condiciones macroeconómicas similares en un entorno en el que los inversionistas (desde los fondos mutualistas y fondos de cobertura hasta inversionistas individuales) al observar el desplome de la economía tailandesa actuaron de forma irracional al creer que pasaría lo mismo en los demás países de la región asiática.

Es decir, el deterioro de la cuenta corriente de Tailandia, unido a salidas de capitales atraídos por tendencias alcistas en las tasas de interés en Estados Unidos, comenzaron a generar presiones sobre el tipo de cambio, pero teóricamente éste podía ser defendido por las autoridades monetarias en Tailandia, las cuales contaban con reservas internacionales del orden de los 38.1 billones de dólares hacia febrero de 1997. Para sostenerlo las autoridades elevaron el tipo de interés, lo que repercutió negativamente en la bolsa de valores, cayendo las cotizaciones, en dólares en un 40% durante 1996.

A la caída de las cotizaciones en la bolsa de valores siguió una venta masiva de bienes raíces, dando lugar a una crisis inmobiliaria. Ya el Baht había sufrido un ataque especulativo a finales de 1996 y dos a comienzos de 1997. En marzo, el gobierno Tailandes prometió absorber 3.9 billones de dólares de carteras inmobiliarias vencidas de las compañías financieras,

para retractarse de inmediato. Esto escaló la creencia de que las reservas internacionales se estaban esfumando. El 2 de julio, tras una batalla estéril de un mes que erosionó substancialmente las reservas extranjeras estas cayeron y se decidió cambiar el régimen de libre flotación del baht..

Los bancos y las compañías financieras resultaron automáticamente afectadas, ya que una parte substancial de sus carteras era en préstamos de corto plazo concedidos durante el previo auge bursátil e inmobiliario. Lo peor es que la deuda con los bancos extranjeros se habían incrementado de 29 billones de dólares en 1993 a 69 billones a mediados de 1997 en la que 70% tenía una madurez de menos de un año. Los agentes económicos, inversionista y prestamistas, percibieron que los demás países asiáticos compartían las mismas debilidades: tipos de cambio fijo, sistemas bancario con carteras en deudas especulativas en valores inmobiliarios y deuda externa de corto plazo. Su reacción fue retirar su capital de todos los países de la región independientemente de su situación individual específica y la enfermedad se propagó rápidamente a Filipinas, Indonesia, Malasia y Corea. A comienzos de septiembre las monedas de Indonesia (rupia), Malasia (ringgit), Filipinas (peso), y Tailandia (baht.) habían caído en un 20% o más.

Así una de las causas de la crisis es que esta se asoció con la actual estructura de los mercados financieros internacionales y sólo podían operar dentro del marco objetivo ofrecido por la forma en que éstos operan hoy día: desregulación de los flujos de capitales especulativos de corto plazo, tipos de cambio flexibles y apertura total del sector externo. De esta forma el contagio fue un pánico de prestamistas.

Ahora bien cuando tiene lugar una corrida de depositantes contra un banco no es debido a que éstos temen que el banco haya tomado una mala decisión de inversión, sino que otros depositantes están retirando su dinero de la institución llevándola por lo tanto a la liquidez y eventual liquidación. Aunque tal comportamiento es racional a nivel individual no lo es en su conjunto.

Ciertamente aunque los indicadores macroeconómicos usualmente utilizados por el FMI no mostraban una situación mala, vimos que como en el caso de la crisis mexicana de 1995, algunas tendencias de largo plazo de la cuenta corriente de la balanza de pagos, los flujos de capitales especulativos de corto plazo, la balanza comercial, el tipo de cambio, etc, indicaban que eventualmente los inversionistas percibirían que la situación era insostenible en el largo plazo y procedieron repentina y sorpresivamente a trastocar totalmente la dirección de los flujos de capital en toda la región.

Por ejemplo, en el caso coreano, economía que mostraba pilares del desarrollo más sólidos que, digamos Tailandia o Malasia. Corea registró un déficit importante en cuenta corriente (4.4% del PIB) sólo en 1996. Al considerar el quinquenio 1992-96 se observa que el déficit promedio de esta cuenta ascendió apenas a 1.6%, e incluso en 1996 la brecha en la cuenta corriente coreana resulta bastante inferior a la de Tailandia (7.9% del PIB). (Agosin)

A los niveles que presentaba con anterioridad a la crisis el tipo de cambio y la tasa de interés, los bancos y las firmas coreanos importantes no eran insolventes. Es decir, los bancos eran vulnerables a un apretón de liquidez; y los chaebol²³ a un debilitamiento de la demanda mundial por sus productos. Pero los bancos y los conglomerados coreanos habrían podido superar sus problemas si los inversionistas extranjeros hubiesen estado dispuestos a mantener sus capitales en el país y si los acreedores hubiesen renovado, incluso a tasas de interés más altas, los créditos que estaban por vencer. Del FMI habría cabido esperar que coordinara las expectativas de los distintos agentes en torno al hecho de que las instituciones coreanas eran solventes. Por el contrario, al insistir en la necesidad de profundas reformas estructurales, reforzó en los agentes involucrados la percepción de que había problemas de fondo en la economía, las empresas y la banca coreana.

Sólo después del estallido de la crisis financiera en otros países de Asia, los mercados financieros internacionales se pusieron nerviosos en Corea. Antes de que los efectos de la crisis golpearan a otros países del Este de Asia, los inversionistas internacionales de cartera y los bancos internacionales habían inyectado cuantiosos recursos a la economía coreana. Una vez que la crisis se abatió sobre Tailandia, Malasia e Indonesia, dichos agentes reconsideraron sus compromisos con Corea y protagonizaron una fuga masiva. La apertura casi irrestricta de la cuenta de capitales puso al país, al cabo de tres años de décadas de éxito económico, en una situación de extrema vulnerabilidad ante la secuencia de hechos que se dieron en esta coyuntura. .

Corea sufrió diversas formas de contagio financiero y cambiario. En primer lugar, suele haber un efecto sobre el comercio. Cuando la crisis se hace sentir sobre la economía real, se deterioran los volúmenes de exportaciones y/o los precios de las exportaciones de otros países. En el caso coreano, los precios de las exportaciones se habían deteriorado con anterioridad, debido en parte al repliegue de la demanda frente a una oferta creciente, a causa de la decisión de los chaebol de seguir

²³ Grandes conglomerados de empresas.

impulsando sus proyectos, pese a las señales poco auspiciosas provenientes del mercado mundial.

El contagio financiero tiene lugar, en segundo término, cuando los inversionistas se dan a la fuga y los acreedores se niegan a renovar sus créditos impulsados por el pánico que les provoca el estallido de problemas en otras economías. Esa fue la principal forma de contagio en el caso coreano, y la que provocó los mayores daños a la economía.

Tercero, el contagio puede hacerse sentir sobre el tipo de cambio, si es que ante el estallido de una crisis financiera en otra plaza, tanto agentes extranjeros como los nacionales procuran deshacerse de sus posiciones en moneda nacional y adquirir divisas. Corea también experimentó este tipo de contagio, aunque sólo durante un periodo breve. El efecto permanente ha consistido en una depreciación de la moneda coreana mucho más modesta. La paridad pasó de 844.2 won por dólar estadounidense en 1996 a 1695 en 1997. En términos reales, la depreciación fue de más del 50%.

Esto por supuesto, es una manifestación de la respuesta de los mercados financieros. Con la ventaja que da una mirada retrospectiva, el won coreano estaba algo sobrevaluado a mediados de 1997, pero indudablemente que las violentas fluctuaciones que sobrevinieron a causa de la crisis fueron innecesarias para que encontraran su nuevo nivel de equilibrio.

Podemos afirmar que el contagio de la crisis asiática se da a través de varios sectores como el mercado financiero, los bancos y los mercados financieros no bancarios (estos incluyen fondos de cobertura, fondos colectivos y pequeños inversionistas). Es decir la relación que existe entre estos agentes genera un contagio interno, como fue el caso de Tailandia, donde se afectaron los parámetros fundamentales del país y debido a la relación de los inversionistas en otros países y el comercio con agentes externos se generó el contagio hacia otros países, esto aunado a las bajas expectativas de los inversionistas, provocó que se agravara más la situación en los países asiáticos.

De igual forma, también se ha demostrado mediante modelos econométricos que en algunos países el contagio se da por el pánico financiero y la conducta irracional de los inversionistas. (Yung Chul Park and Chi-Young Song 2000). Así también, Redelestad Sachs 1998, Feldstain 1998 y Stiglitz 1999, argumentaban que la principal causa de la crisis financiera de los países asiáticos fue el cambio en el mercado de expectativas y la confianza en las economías asiáticas.

CAPITULO V CONCLUSIONES

En el último tercio del siglo veinte el sistema financiero mundial sufrió varios cambios importantes que han llevado a la actual economía mundial a una globalización financiera. Dentro de esos cambios podemos mencionar el rompimiento del Sistema Bretton Woods generado entre otras causas por un aumento en la liquidez internacional que provocó la inconvertibilidad del dólar en oro.

Estos hechos, junto con la desmonetización del oro provocaron la desregulación y globalización del sistema financiero, acentuaron el incremento de la liquidez mundial, desviándose dichos recursos hacia el sector financiero, lo cual fue acompañado por la destrucción de los mecanismos compensatorios de la estructura de créditos y el debilitamiento del mercado de valores como institución de fondeo de la inversión.

La desregulación y la globalización financiera llevó a la fragilidad bancaria explicada por el desaliento a la inversión productiva, lento crecimiento del ingreso y la ausencia de financiamiento de largo plazo, es decir imperaron los créditos de corto plazo.

Dichos cambios han afectado a varios países, pero en este trabajo solo se mencionaron a México y países asiáticos: Corea, Indonesia, Filipinas, Tailandia y Malasia, quienes en diferentes años se vieron inmersos en crisis financieras y también en procesos de desregulación financiera.

La liberalización financiera que llevaron a cabo países como México y los asiáticos orientales produjeron una gran entrada de capitales extranjeros, pero estos eran de corto plazo, es decir especulativos y no destinados al sector productivo sino al sector financiero.

Esta entrada de capitales trajo consigo desequilibrios económicos que al no ser controlados con adecuadas políticas económicas de ajuste se vuelven vulnerables a ataques especulativos por parte de los inversionistas.

Con ello, al existir incertidumbre los agentes comienzan a sacar su capitales del país provocando una crisis financiera, la cual, tiempo más tarde se propaga a otros países, ya sea por medio los nexos financieros, comerciales o simplemente por la desconfianza que observan los

inversionistas y que creen que sucederá lo mismo con países que presentan las mismas vulnerabilidades que el país en crisis.

Bajo este contexto puede decirse que cualquier economía emergente que liberalice sus mercados, tanto financiero como comercial esta más expuesto a una crisis financiera, ya sea por la entrada de capitales o por contagio por los diversos nexos que tiene con otras economías, es decir por medios comerciales o financieros.

Por lo que es claro que una economía que utiliza la entrada de capitales para financiar sus déficit es más propensa a sufrir un ataque especulativo, ya que los inversionistas, principalmente los institucionales que solo buscan alta rentabilidad, se mueven de un momento a otro al observar cualquier deterioro en el país donde están invirtiendo con el fin de no tener pérdidas.

De acuerdo con el análisis del presente trabajo podemos decir que la crisis asiática tiene similitudes con la crisis del peso mexicano en 1994-95. Las similitudes más importantes son:

- a) Se da una liberalización financiera sin una debida supervisión y regulación, en Asia en la década de los noventa y en México en los ochenta
- b) A consecuencia de ello aumentaron las entradas de capital privado, mejorando significativamente sus variables macroeconómicas, términos de intercambio y condiciones de acceso para los mercados financieros internacionales
- c) Una extensa participación de inversionistas institucionales
- d) Una ilimitada exposición de créditos domésticos, especialmente con respecto al riesgo con el tipo de cambio
- e) La existencia de un régimen regulatorio débil e insuficiente en las operaciones del sistema financiero.

Hay, sin embargo, características que distinguen a la crisis asiática de la mexicana:

- 1) México inició en los ochenta el proceso de liberalización, inmerso en una crisis de deuda externa y restricciones de ahorro externo, mientras que Asia comenzó una década después, en un ambiente de crecimiento económico y disponibilidad de liquidez mundial.

- 2) La decisión de liberalizar la cuenta de capitales en Asia fue consecuencia del éxito económico de su economía, mientras que en México la cuenta de capitales se abrió para atraer capital e incrementar el ahorro total, indicándose con ello que México entró al proceso de liberalización financiera con debilidad en la generación de divisas externas, obligándose en el primer periodo a transferir ahorro interno hacia el exterior, sin contar con divisas para el financiamiento de sus importaciones que entre otros aspectos impidió generar crecimiento en los primeros años de la desregulación.
- 3) Los préstamos externos que fluyeron a los mercados emergentes asiáticos fueron absorbidos por el sector privado. Los desequilibrios presentados por la cuenta corriente han sido el reflejo del exceso de la inversión sobre el ahorro. Por lo que, la causa más importante de la crisis asiática ha sido la débil supervisión y regulación de los sistemas financieros.
- 4) A la postre y viniendo desde distintas dinámicas de desarrollo económico, tanto en el caso mexicano como en el asiático la excesiva dependencia de los créditos externos, particularmente de los de corto plazo, acaban imprimiendo una gran fragilidad financiera a estas economías que vulneran el mantenimiento estable de sus principales variables económicas.

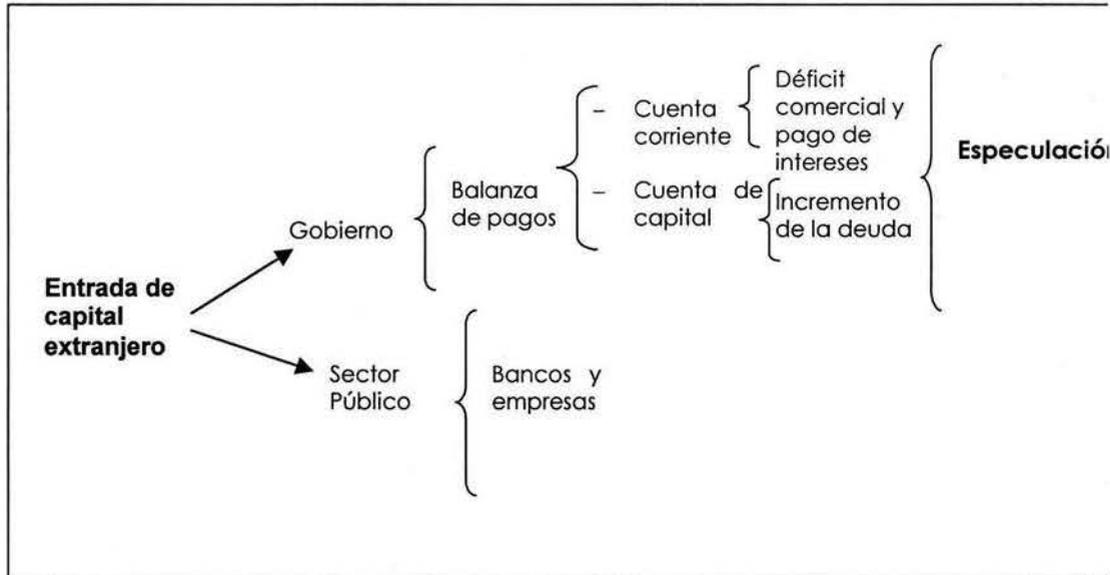
En ambos casos ocurrió en la primera etapa de la liberalización financiera, una exhuberancia financiera que en el caso mexicano permitió continuar financiando la deuda y las importaciones principalmente de bienes de consumo y bienes intermedios. En el caso de los asiáticos se destinó primordialmente al sector privado, a la adquisición de activos financieros (acciones) y a las inversiones, que en un entorno exportador menos favorable generó problemas en un país que rápidamente se contagiaron a otros. Mientras que en el caso mexicano tuvo pocos aspectos de efectos de "contagio" (fundamentalmente a Argentina y algo a Brasil) en el asiático el contagio fue más importante.

Es decir en el caso mexicano se presenta un modelo de deterioro de las variables fundamentales establecido en los modelos de primera y segunda generación, mientras que en Asia es un modelo típico de contagio .

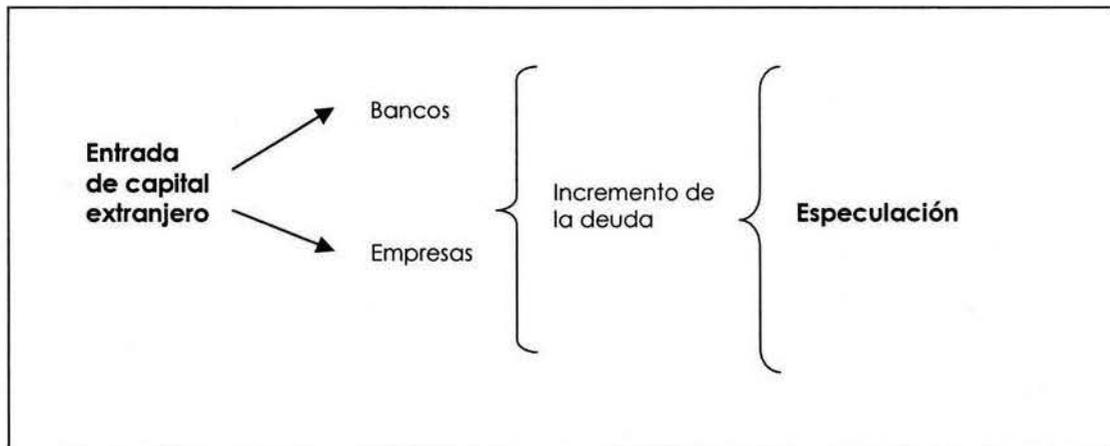
A pesar de que en los dos casos se presenta una fuerte entrada de capitales en México fue destinado a financiar la cuenta corriente y a la cuenta de capital por medio de un incremento de la deuda impulsada en la etapa final por la venta de Tesobonos. En Asia los capitales extranjeros

fueron absorbidos por el sector privado, principalmente bancos y empresas quienes se endeudaron para la compra activos de diversa índole, que posteriormente se convirtió en deuda interna. En ambos casos se genera una especulación que condujo a una crisis financiera, afectando directamente a el tipo de cambio y a la tasa de interés.

Caso mexicano



Caso Asiático



Por otra parte, cabe recordar que los trabajos de Mac Kinnon (1973) y Shaw (1973) mencionaban que una vez que se implementaran los procesos de desregulación y liberalización financiera, los niveles de ahorro nacional aumentarían significativamente. Pero para efectos de incrementar las tasas de ahorro no basta con la profundización financiera acompañada de flujos de ahorro externo, sino que se requiere además de instrumentos y desarrollos institucionales que permitan por una parte, estimular la generación de ahorro nacional y por otras, fortalecer la complementación (no la sustitución) entre ahorro nacional y ahorro externo. La necesidad de este tipo de políticas se ve reforzada por el bajo impacto que tienen estos recursos externos en el crecimiento económico y en la generación de ahorro nacional en los países de la región latinoamericana.

Una de las características de las actuales crisis financieras es que han ocurrido en economías emergentes, consideradas generalmente exitosas hasta el momento de la crisis.

De manera general se puede afirmar que el incremento de los flujos de capital hacia los países emergentes se debe a tres factores fundamentales:

- 1) La exitosa reestructuración de la deuda externa de los principales países en desarrollo, junto con la instrumentación de reforma económicas estructurales y financieras que les dieron acceso a los mercados internacionales
- 2) La fase del ciclo económico por la que transitaban los principales países desarrollados caracterizada por el desaceleramiento económico, la caída en la demanda de crédito y la baja de las tasas de interés. Por ejemplo en Estados Unidos
- 3) La creciente tendencia de los inversionistas institucionales a la diversificación internacional de sus carteras.

Las fluctuaciones observadas en la tasa de entradas o salidas de capitales se debe a factores internos o externos. Los shocks generados internamente provienen de dislocaciones en la economía real, como un shock transitorio que afecta la productividad o un cambio repentino en la política macroeconómica que genera un abrupto cambio en el equilibrio entre la inversión y el ahorro internos. Los shocks también provienen de los mercados financieros, como sucede cuando las noticias sobre los resultados políticos que alteran la confianza de los inversionistas nacionales y extranjeros en la economía e inducen una afluencia o una fuga de capitales.

Los factores externos pueden afectar directamente a una economía cuando se produce un cambio en las tasas de interés de la economía mundial, aumentando o reduciendo de esta manera el atractivo relativo que presentan los activos internos. También pueden deberse al contagio, o efectos de arrastre, como cuando las noticias negativas sobre la solvencia de un país alteran las percepciones de los inversionistas internacionales acerca de la solvencia de otros.

Las fluctuaciones en los flujos internacionales de capital también provienen de cambios en las preferencias de cartera de los inversionistas internacionales, que pueden a su vez estar causadas por cambios en el marco regulatorio en el cual operan estos inversionistas, o en las tecnologías de información. Los shocks que afectan la inversión extranjera también provienen de cambios reales o anticipados en los arreglos comerciales regionales; por ejemplo el Acuerdo de Libre Comercio de América del Norte creó un sustancial incentivo para invertir en México.

Por lo que una entrada de capitales suele estar acompañada de una acumulación similar de reservas del banco central y/o un mayor déficit en cuenta corriente, mientras que una salida de capitales debe necesariamente estar acompañada de una pérdida de reservas y/o un movimiento de la cuenta de corriente hacia un superávit. La política macroeconómica interna desempeña un importante papel en la determinación del patrón del ajuste de la balanza de pagos ante shocks repentinos que afectan la cuenta de capital. Por supuesto, en este caso el régimen cambiario es fundamental.

Por ejemplo, el efecto de la crisis mexicana conocido como "efecto tequila" sobre varios países de la región a principios de 1995, muestra que el efecto de contagio es real: un país puede experimentar shocks que afectan la cuenta de capital como resultado de los acontecimientos ocurridos en otros países prestatarios, a pesar de que su propio marco de políticas no es malo.

Ello origina vulnerabilidades que requieren ser manejadas cuidadosamente. Pero la experiencia reciente también muestra que los mercados con el tiempo efectúan distinciones que reflejan las variables fundamentales subyacentes de la economía, y si un país puede controlar perturbaciones financieras temporales con sus políticas macroeconómicas y otras variables fundamentales, los inversionistas internacionales con el tiempo responderán en consecuencia con una continua inversión o con una abrupta salida de sus capitales..

El peligro de la volatilidad de los flujos de capital es que, en un entorno macroeconómico frágil, incluso los shocks transitorios que afectan la cuenta de capital pueden crear perturbaciones bastantes fuertes como para justificar los temores inicialmente exagerados acerca de la solvencia de un país. En consecuencia, el desafío es establecer regímenes de política que generen una economía robusta y resistente a los shocks, capaz de superar shocks temporarios que afectan los flujos internacionales de capital, maximizando el impacto que la inversión internacional ejerce sobre el desarrollo.

Otro punto importante de mencionar es la reacción de los inversionistas extranjeros, en particular los institucionales, de reducir sus tenencias de activos en los mercados emergentes lo cual es mucho más fuerte en los países con bajos niveles de ahorro interno, grandes déficit en cuenta corriente, frágiles sistemas bancario y cuantiosas deudas de corto plazo

Para los países en desarrollo resulta fundamental entender el comportamiento de los inversionistas institucionales internacionales, condición básica para establecer los mecanismos preventivos necesarios ante posibles contagios de crisis financieras y la generalización del pánico en los mercados emergentes.

Sin duda las reformas financieras en los mercados emergentes han reducido la libertad de las autoridades para reaccionar ante una crisis. Los inversionistas nacionales y extranjeros pueden cambiar la denominación de sus activo con gran facilidad, mientras que los costos económicos de revertir las políticas de libre mercado resulta cada vez más elevados.

Por ello los países en desarrollo se ven obligados a promover la estabilidad económica mediante políticas fiscales y monetarias restrictivas.

La situación del sistema bancario limita seriamente el manejo de las crisis financieras y la confianza en un régimen cambiario. De cara a la globalización y la apertura de los mercados, en especial de los emergentes, la salud del sistema bancario es de gran importancia. Los países en desarrollo en consecuencia, deben buscar regulación adecuada y prudente de las instituciones de crédito.

La entrada de capitales impone ciertas restricciones a la instrumentación de la política monetaria. Los bancos centrales deben resolver si intervienen o no en los mercados cambiarios para evitar una apreciación nominal de la moneda. También se debe decidir si conviene esterilizar el efecto monetario de las entradas de capital, medida que puede entrañar un

enorme costo por el diferencial de las tasas de interés internas y las del exterior.

Por lo que podemos decir que para que un país pueda manejar adecuadamente mayores entradas de capital extranjero, debe tener un sistema financiero sólido que cuente con los medios pertinentes para solventar los riesgos y políticas rápidas de ajuste ante algún ataque especulativo.

ANEXO 1

CONCERTACIONES ECONÓMICAS Y SUS PRINCIPALES MEDIDAS EN MEXICO

Concertación económica	Fecha del anuncio/ Vigencia hasta	Precios	Tipo de cambio	Salarios	Finanzas públicas
PSE I	15/12/87 29/02/88	Incremento promedio de 85% en energéticos	Devaluación previa: Libre 36% Controlado 22%	Alza del 15% el 15 de dic. Y 20% a partir del 10 de ene.	Disminución del gasto programable a 20.5% del PIB de 1988
PSE II	28/02/88 31/03/88	Sin cambio	Paridad fija: libre \$2,298; controlado \$2,257 mxp/usd	Alza del 3%	Mantener un superávit primario en las finanzas públicas
PSE III	27/03/88 31/05/88	Sin cambios	Sin cambios	Sin cambios	Sin cambios
PSE IV	22/05/88 31/08/88	Sin cambios	Sin cambios	Sin cambios	Sin cambios
PSE V	14/08/88 30/11/88	Sin cambios	Sin cambios	Sin cambios	IVA: 0% a alimentos procesados y 6% a medicinas. Desgravación de 30% a ingresos menores a 4 veces el salario mínimo
PSE VI	16/11/88 31/12/88	Sin cambios	Sin cambios	Sin cambios	Sin cambios
PECE I	12/12/88 31/07/89	Aumento en precios y tarifas públicas rezagadas	Ajuste diario de un peso a partir del 1/01/1989	Alza del 8%	Profundización de la desregulación económica
PECE II	18/06/89 31/03/90	Sin cambios	Sin cambios	Alza del 6%	Finanzas públicas sanas
PECE III	3/12/89 31/07/90	Aumentan 65 gasolinas	Sin cambios	Alza del 10%	Finanzas públicas sanas
PECE IV	27/05/90 31/01/91	Aumentan energéticos entre 6 y 12%	Ajuste de 0.80 centavos	Sin cambios	Finanzas públicas sanas
PECE V	11/11/90 31/12/91	Alza: gasolina, luz, diesel y gas	Ajuste diario de 40 centavos	Alza del 18%	Profundización de la desregulación económica
PECE VI	10/11/91 31/01/92	Alza: Nova 65%, magna 25%, diesel 9.7%, gas licuado 2.4% con ajuste mensual de 2.5%; luz domestica 20.2%, industrial 21.3%	Eliminación del control de cambios y reducción a 0.20 centavos. Diarios en el deslizamiento.	Alza del 12%	IVA 05 a medicinas. Se establece tasa única del 10% del IV xcepto en las franjas fronterizas
PECE VII	20/10/92 31/12/93	Ajuste gradual en electricidad y otros energéticos de baja tensión en uso domestico y comercial con mayor a dos dígitos	Aumenta el deslizamiento del tipo de cambio a 0.0004 centavos, de nuevos pesos	Aumento no superior al 10%	Disciplina fiscal a fin de lograr las metas en el presupuesto programado
PECE VIII	01/10/93 31/12/94	Reducción de tarifas eléctricas de uso domestico y comercial que no exceda el 5%.	Sin cambios	Los ingresos equivalentes a un salario mínimo aumentaron entre 5% y 10.8%	Disminución del ISR para empresas de 35% a 34%. Se plantea que las finanzas públicas se mantengan en equilibrio

Notas: PSE: Pacto de Solidaridad Económica. PECE: Pacto para la Estabilización y el Crecimiento Económico.
Fuente: Informes de Gobierno. Presidencia de la República, 1987-1994

BIBLIOGRAFÍA

CAPITULO I

BOLSA MEXICANA DE VALORES. El Proceso de Globalización Financiera en México. 1997

FMI. Solución y prevención de las crisis financieras: El papel del sector privado (marzo de 2001)

KRUGMAN Paul. R. Economía Internacional, Teoría y Política. Mc. GrawHill. 4 Edición

TAMAMES Ramón. Estructura Económica Internacional. Consejo Nacional para la Cultura y las Artes. Alianza Editorial.

CAPITULO II

AGENOR Pierre-Richard y MONTIEL, Peter J. La Macroeconomía del Desarrollo. Fce. Primera Edición en español. 2000

CALVO, G.A. Contagio in Emerging Markets: when Wall Stret is a Carrier, Mimeo, the University of Maryland, Febrero 1999

CEPAL. América Latina y el Caribe. Políticas para mejorar la inserción en la economía mundial. Naciones Unidas. 1995

CEPAL. La Crisis Financiera Internacional: Una visión desde la CEPAL. Naciones Unidas. Octubre 1998

CHANG Roberto and MAJNONI Giovanni International Contagio: Implications For Policy. A Paper for Presentation at de Conference: International Financial Contagion: How it Can be Stopped? Sponsored by Word Bank, IMF, and ADB, February 3-4, 2000

FRENCH Davis Ricardo y REISEN Helmut, (compiladores). Flujos de Capital e Inversión Productiva. En Lecciones para América Latina. CEPAL, OCDE 1997.

GARCIA, Fernández Muro Clara y OLIVIE Aldasoro Iliana, Causas de las crisis cambiarias en las economías emergentes. En Revista Comercio Exterior, Junio 2000, Vol 50 No. 6

GIRÓN, Alicia. Inestabilidad Financiera y fondos mutualistas y de cobertura. En Revista Comercio Exterior, Junio 2000, Vol 50 No. 6

HAUSMANN Ricardo y ROJAS Suárez Liliana. Los Aspectos Macroeconómicos del flujo de capitales a América Latina. En La volatilidad de los flujos de capital, como controlar su impacto en América Latina. Banco Interamericano de Desarrollo 1996.

KAMINSKY Graciela, LYONS Richard and SCHMUKLER Sergio Managers, Investors, And Crises: Mutual Fund Strategies In Emerging Markets. A Paper for Presentation at de Conference: International Financial Contagion: How it Can be Stopped? Sponsored by World Bank, IMF, and ADB, February 3-4, 2000

KODRES, L.E. and PRITSKER, A Rational Expectations Model of Financial Contagion. FEDS Working Paper 1998-48. The Federal Reserve Board 1999

KRUGMAN Paul R. Inestabilidad de la tasa de cambio. Traductor Alvaro Zerda. Grupo editorial Norma, 1991

KRUGMAN Paul R. International Economics, theory and Policy. Maurice Obsfeld, University of Pennsylvania. 1987

McKINNON, R. Money and Capital, Washington, D.C., Brooking Institution. (1973)

PRITSKER Matt. The Channels For Financial Contagion. A Paper for Presentation at de Conference: International Financial Contagion: How it Can be Stopped? Sponsored by World Bank, IMF, and ADB, February 3-4, 2000.

ROS Jaime. Del auge de capitales a la crisis financiera y más allá: México en los noventa. En Crisis financiera en países "exitosos". Ricardo French Davis (compilador). Noviembre 2000

YUNG Chul Park and CHI-YOUNG Song. Financial Contagio in the East Asian Crisis whit special reference to the Republic of Korea. A Paper for Presentation at de Conference: International Financial Contagion: How it Can be Stopped? Sponsored by World Bank, IMF, and ADB, February 3-4, 2000

CAPITULO III

AGENOR Pierre-Richard y MONTIEL, Peter J. La Macroeconomía del Desarrollo. Fce. Primera Edición en español. 2000

ALIDE. Liberalización Financiera y Banca de Desarrollo. 1993

ASPE, Pedro. El camino Mexicano de la transformación económica. FCE. México 1993

BANCO DE MÉXICO. Informe Anual del Banco de México 1995 y 1996

CARDERO García María Elena. The external relationship of the Mexican economy whit the United States, and its implications beyond trade. En México Beyond NAFTA. Perspectives for the European debate. Edited by Martin Puchet Anyul and Lionello F. Punzo Routledge Studies in Development Economics. 2001

CELSO Garrido. La Reforma Financiera en México: un proceso contradictorio. En Liberalización de los mercados Financieros. José Luis Calva. Coordinador General. Eugenia Correa. Coordinadora Modular. Edit. Juan Pablo Editores. Julio de 1996

FMI. International Financial Statistics, 2001

GUILLÉN Romo Hector. Evolución Del Régimen Macrofinanciero Mexicano. En revista de comercio exterior Vol. 52 Num. 7 Julio de 2002

HUERTA G, Arturo. Causas y Remedios de la Crisis Económica de México. Edit. Diana. México 1995

HUERTA G. Arturo. La política Neoliberal de Estabilización Económica en México. Edit. Diana. México 1994

LEVY Orlik Noemí. Cambios institucionales del sector financiero y su efecto sobre el fondeo de la inversión . México 1960-1994. UNAM-Facultad de Eonomía. DGAPA. México 2001

LEON, Oscar. Reforma y Crisis Financiera en México, 1990-1995. Tesis de Licenciatura Facultad de Economía. UNAM.1997

LUSTIG Nora. México hacia la reconstrucción de una economía. Edit. FCE Colegio de México. 1996

LUSTIG Nora. México y la crisis del peso: lo previsible y la sorpresa. En revista Comercio Exterior. Mayo de 1995.

MEDINA Ramírez Salvador. La Política Monetaria en México y su impacto en el Sistema Financiero Mexicano (1994 -2000). Tesis de Licenciatura, Facultad de Economía, UNAM. 2003

MORENO Gómez Luis Miguel. La internacionalización del Mercado de Valores en México. En revista El Mercado de Valores. No. 18. Dic. 24 -7, 1993

OCDE. Estudios Económicos de la OCDE. México1995

RODRÍGUEZ Sánchez Ma. Teresa. El Crédito En México En Los Noventa: De La Mala Selección De Las Inversio nes Al Racionamiento.. En Comercio Exterior Vol 52 Num. 7, Julio de 2002

SOLIS Leopoldo. Crisis Económico Financiera 1994-1995, México 1996.Edit. FCE

THEOTONIO Dos Santos. Recuperación Económica y Crisis Financiera. En Crisis Financiera, Mercado sin Frontera, Alicia Girón y Eugenia Correa Coordinadoras.

VILARIÑO Sanz, Ángel. Turbulencias Financieras y Riesgo de Mercado. Prentice may, Madrid, España.

CAPITULO IV

AGOSIN Manuel R.. Corea y Taiwán ante la Crisis Financiera Asiática. En Crisis financiera en países "exitosos". Ricardo French Davis (compilador). Noviembre 2000

ARIFF Mohamed, KHALID M. Ahmed. Liberalization, Growth and the Asian Financial Crisis. Lessons for developing and transitional economies in Asia. Published by Edward Elgar Publishing , limited 2000

BANCO MUNDIAL. Trends inflows from international capital markets.1998

BENDESKY León y Godínez Víctor M. Liberalización Financiera en Chile, Corea y España. IMEF, México 1991

CEPAL. Impacto de la crisis asiática en América Latina. Naciones Unidas, Santiago de Chile 1998

DABAT Alejandro, RIVERA Ríos y TOLEDO Patiño Alejandro. Reevaluación de la crisis asiática; espacio, ciclo y patrón e desarrollo regional. En revista Comercio Exterior. Vol 51, Num 11, México, Noviembre 2001

FISHER Stanley. The IMF and the Asia Crisis. Fondo Monetario Internacional. Los Angeles. Marzo 20, 1998

FMI. International Financial Statistics. Yearbook. Vol LIV 2001

FMI. Recuperación tras la crisis asiática y el papel del FMI . Junio 2000

FMI. La crisis de Asia. Informe anual de 1998.

GRABEL Ilene. La crisis financiera de 1997-1998 y medidas preventivas. En revista Comercio Exterior, Vol. 50 Num. 7, México, Julio 2000

HUERTA G, Arturo, La crisis asiática como resultado de la liberalización financiera. En revista Economía Informa No. 268. Facultad de Economía, UNAM. México, D.F. Junio 1998

HUERTA G, Arturo. La Globalización Causas de la Crisis Asiática y Mexicana. 1998. Edit. Diana.

KALPINO Kochhar, Pakash Loungani. The East Asian Crisis; Macroeconomic development and policy lessons. FMI 1998

MANTEY de Anguiano Guadalupe. Desregulación financiera en el sudeste de Asia y en América Latina, crisis bancarias y vulnerabilidad a los programas del FMI. En De la desregulación financiera a la crisis cambiaria: experiencias en América Latina y el sudeste asiático. Guadalupe Mantey de Anguiano, Noemí Levy Orlik (compiladoras) UNAM-ENEP- Acatlán-DGAPA , México 2000

MANTEY de Anguiano Guadalupe y LEVY Orlik Noemí. Indicadores Gráficos de Inestabilidad Financiera en América Latina y el Sudeste de Asia. UNAM. ENEP Acatlán. Facultad de Economía. DGAPA. 1999

PUYANA Ferreira Jaime. Globalización, neoliberalismo y la Crisis Asiática: La necesidad de un nuevo orden financiero internacional. En De la desregulación financiera a la crisis cambiaria: experiencias en América Latina y el sudeste asiático. Guadalupe Mantey de Anguiano, Noemí Levy Orlik (compiladoras) UNAM-ENEP-Acatlán-DGAPA , México 2000

SHIGEMITSU Sugisaki. Economic Crisis en Asia, Harvard Business School, FMI. Enero 30, 1998

STIGLITZ E. Joseph. The East Asia Crisis. How IMF Policies Brought the World to the verge of a Global Meltdown. In Globalization and its Discontent. New York 2000

Thailand's Financial Evolution and the 1997 Crisis. Currencies Unhinged. Speculators hit Asian Markets, By Macroeconomic Policy Program, Thailand's Development Research Institute, December 1997

VICHYANOND Pakorn. Thailand's Financial Evolution and the 1997 crisis. Paper presented for the conference The Miracle Undone; Asia's Financial Crisis. CIDE. México City. February 20,1998

WOO-CUMMING Meredith. Bailing Out or Sinking in?. The IMF and the Korean Financial Crisis. Paper presented for the conference The Miracle Undone; Asia's Financial Crisis. CIDE. México City. February 20,1998

YUNG Chul Park and CHI-YOUNG Song. Financial Contagio in the East Asian Crisis whit special reference to the Republic of Korea. A Paper for Presentation at de Conference: International Financial Contagion: How it Can be Stopped? Sponsored by World Bank, IMF, and ADB, February 3-4, 2000