



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO**  
**FACULTAD DE ECONOMÍA**  
**DIVISIÓN DE ESTUDIOS DE POSGRADO**

# **ECONOMÍA DE LOS ATAQUES ESPECULATIVOS**

**TESIS**

**Que para obtener el grado de  
MAESTRO EN ECONOMÍA**

**Presenta:**

**CLAUDIO JAVIER RAYA ALONZO**

**TUTOR:**

**DR. GREGORIO VIDAL BONIFÁZ**



CIUDAD UNIVERSITARIA

OCTUBRE 2007



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.

## **AGRADECIMIENTOS**

El presente trabajo fue posible gracias al financiamiento que me otorgó el Consejo Nacional de Ciencia y Tecnología (CONACYT) para realizar estudios de Maestría en Economía en la Facultad de Economía de la Universidad Nacional Autónoma de México.

Agradezco al Dr. Gregorio Vidal Bonifaz por la dirección de la presente tesis y a todos los profesores y condiscipulos que apoyaron mi formación; particularmente al Mtro. Hugo Contreras Sosa quien me orientó hacia este tema con su reto estimulante. Al Doctor Miguel Angel Rivera Ríos por su enseñanza y ejemplo de trabajo y a la Doctora Leticia Campos Aragón, por recordarme la esencia del marxismo.

“Bienaventurado el que leé con respeto, y escucha con docilidad las palabras de esta profecía, y observa las cosas escritas en ella, pues el tiempo de cumplirse está cerca.”

Apocalipsis. I:3

« ...el largo plazo es una guía confusa para la coyuntura. En el largo plazo estamos todos muertos. Los economistas se plantean una tarea demasiado fácil, y demasiado inútil, si en cada tormenta lo único que nos dicen es que cuando pasa el temporal el océano está otra vez tranquilo.»

John Maynard Keynes,1922

# ECONOMÍA DE LOS ATAQUES ESPECULATIVOS

## INDICE

Introducción	1
Objetivos	1
Hipótesis	2
Alcances	2
<b>PARTE I. ENFOQUE MACROECONÓMICO</b>	
1. El debate sobre los modelos de crisis cambiarias	5
2. Enfoques analíticos de interpretación de la crisis	15
2.1. El enfoque marxista	15
2.2. El enfoque keynesiano	23
2.3. El enfoque heterodoxo de los historiadores	26
2.4. La corriente evolucionista	34
2.5. Los neoclásicos. Un caso de negación freudiana	35
Conclusiones	36
3. Modelos formales. Poskeynesianos y nuevos neoclásicos	38
3.1. El concepto de crisis y ataque especulativo en los modelos de primera generación	38
La aproximación de Salant	38
El modelo de Krugman	42
3.2. Modelos de segunda generación	50
El modelo de Obstfeld	51
3.3. Modelos de tercera generación	55
Modelos de ataque especulativo basados en el riesgo de fraude	57
Modelos de ataque especulativo con base en la bancarrota	59
Modelos de ataque especulativo basados en la estructura financiera (Balance-Sheet)	64
Conclusiones	67
4. El concepto de contagio	70
<b>PARTE II. ENFOQUE MICROECONÓMICO</b>	
5. La perspectiva financiera	75
5.1. Concepto y objeto de la especulación financiera	75

Análisis fundamental	75
Análisis técnico	77
El mercado de divisas	79
El arbitraje	80
La paridad del poder de compra	81
Opciones	83
Un modelo simple de ataque especulativo	84
<b>PARTE III. LOS ATAQUES ESPECULATIVOS EN MOVIMIENTO</b>	
6. La dinámica de los ataques especulativos	88
6.1. El contexto histórico regional como base de la crisis	88
6.2. La crisis	101
6.3. La predecibilidad de la crisis	106
Variables macroeconómicas	109
Posibilidad de operaciones de arbitraje	112
Sobre-endeudamiento y expansión del crédito privado doméstico	113
Conclusiones	116
Bibliografía	119
Fuentes estadísticas	126
Anexo 1. Indicadores de alarma propuestos por Gabriela Kaminsky	127

# ECONOMÍA DE LOS ATAQUES ESPECULATIVOS

## INTRODUCCIÓN

El proceso de globalización de los mercados financieros con la consecuente apertura y desregulación de los mercados nacionales de capitales provocó en los últimos veinticinco años severas crisis cambiarias, bancarias y financieras en la mayoría de los países en que se ha instrumentado.

Aunque su costo económico y social es y ha sido enorme, prácticamente incuantificable, y aunque la experiencia de estas crisis se presentó en forma muy continua en países con muy diversos estadios de crecimiento, la constante fue la sorpresa y la incapacidad de los gobiernos, de las instituciones y de las empresas para prevenirlo, manejarlo y principalmente, para resolverlo.

En más de un siglo se han realizado numerosos esfuerzos teóricos para entender y explicar las causas y la dinámica de las crisis, desde todas las corrientes de pensamiento, pero aún hoy resulta insuficiente la utilidad de la teoría económica para evitar los impactos reales de este problema.

### **Objetivos**

En este contexto, el presente estudio tiene como objetivo analizar la crisis ocurrida en el sudeste de Asia en 1997-1998, para presentar el "estado del arte" de la teoría de las crisis monetarias y financieras haciendo énfasis en uno de sus componentes dinámicos más destructivos: los ataques especulativos.

Los objetivos específicos de este trabajo son:

- Presentar los diferentes enfoques analíticos de las crisis monetarias y los ataques especulativos

- Presentar las características de los principales grupos de modelos macroeconómicos desarrollados para su interpretación
- Revisar la literatura sobre “indicadores de prevención” de las crisis monetarias y el concepto de “contagio” en las economías susceptibles
- Presentar el enfoque financiero de los ataques especulativos
- Realizar un ejercicio de análisis de las crisis monetarias en el sudeste asiático en 1997-1998

## **Hipótesis**

La hipótesis que orienta esta investigación es que la crisis monetaria que se presentó en el sudeste de Asia, no puede ser explicada en forma adecuada por un deterioro en las variables económicas fundamentales de esos países, ni por la aplicación de políticas económicas inconsistentes, como sugieren los modelos denominados “de primera generación”. Tampoco puede ser explicada en forma satisfactoria por presencia de “equilibrios múltiples” en el tipo de cambio o por cuestiones socio-psicológicas como los “pánicos” y las “corridas bancarias”, que fundamentan los modelos de “segunda generación”; tiene que explicarse en un contexto macroeconómico más amplio, en el cual el ataque especulativo que se presentó en las etapas iniciales de las crisis monetarias, no desempeñaba una función de “arbitraje”, sino que respondía a una estrategia competitiva sustentada en la rivalidad geopolítica, monetaria, y en la competencia por mercados entre los corporativos japoneses y norteamericanos.

## **Alcances**

El trabajo está dividido en tres partes, la primera (capítulos 1 a 4) aborda el marco macroeconómico de las crisis financieras y los ataques especulativos; la segunda parte (capítulo 5) se ocupa del enfoque microeconómico, particularmente del enfoque financiero y la tercera (capítulo 6), de la dinámica histórica de las crisis del sudeste de Asia, concentrándose en el caso de Tailandia donde inicia la crisis.



Las crisis económicas registradas durante la década de los noventa, en países de prácticamente todas las regiones del mundo y fundamentalmente las ocurridas en los países del sudeste asiático en 1997-1998, revivieron la vieja polémica respecto de la teoría de las crisis monetarias y financieras y del papel de los ataques especulativos en la generación y transmisión de éstas, dando lugar a un amplio debate en el cual participaron prácticamente todos los economistas relevantes del momento.

Esta es la razón por la cual presento como **capítulo primero** una reseña de ese debate, enfatizando las aportaciones conceptuales y los avances –en mi personal opinión- en la definición del problema de interpretación de las crisis. Cabe mencionar que esta reseña tiene como único objetivo, enmarcar la importancia teórica y práctica del tema y resaltar el papel central que jugó la crisis en los países asiáticos en el replanteamiento de la teoría de las crisis. No introduzco por ello ningún comentario personal a fin de presentar únicamente el “estado del arte”.

Dada la abundante producción literaria existente, me ocupó únicamente de los autores considerados más relevantes –sin ser exhaustivo-, incluyendo las principales vertientes de pensamiento que se ocuparon del problema.

En el **Capítulo segundo** presento una reseña de los enfoques analíticos de interpretación de las crisis y el papel de los ataques especulativos, incluyendo básicamente la corriente keynesiana, marxista, la visión de los historiadores y del evolucionismo moderno.

Continúo en el **Capítulo tercero**, con los modelos formales desarrollados durante la década de los noventa y principios de este siglo, los cuales son agrupados en tres “generaciones” según la clasificación convencional propuesta por Paul Krugman<sup>1</sup> y algunos autores que participaron en

---

<sup>1</sup> Paul Krugman hace una diferenciación entre modelos discursivos y modelos formalizados en su análisis sobre la teoría del desarrollo en 1995 y concluye que la incapacidad de traducir las deducciones teóricas en modelos matematizados fue la causa de la decadencia de estas teorías: “... la característica más destacada de los trabajos en la teoría del alto crecimiento es su adhesión a un estilo discursivo, no matemático. La economía obviamente se ha matematizado con el tiempo. No obstante, la economía del desarrollo tenía un estilo arcaico incluso para su tiempo.” (Krugman, 1995, 25).

Esta agrupación de los modelos formales de las crisis en tres grupos es la más difundida y fue propuesta por Paul Krugman siguiendo a Barry Eichengreen. Boyer en su ensayo “financial crises” mantiene la misma clasificación, aunque atribuye los modelos de tercera generación a Pesenti y Tille. (Boyer, 2004, 1)

Existen otras propuestas de clasificación, por ejemplo la de Graciela Kaminsky que concluye que existen seis tipos de crisis, cuatro de ellas atribuibles a la fragilidad económica doméstica (deterioro de la cuenta corriente, desbalance fiscal, excesos financieros y deudas insostenibles); y dos más con origen en problemas externos (altos sorpresivos y crisis autovalidantes). (Kaminsky, 2003, 2)

su formulación y debate. Se pasa así de los llamados “modelos de primera generación” que atribuían las crisis a la aplicación de políticas gubernamentales insostenibles ante el deterioro paulatino de las variables económicas fundamentales; a los de “segunda generación”, basados en la existencia de “equilibrios múltiples” y tendencias “autovalidantes” derivadas del estado de las “expectativas” de los agentes económicos; terminando con los modelos de “tercera generación” que dan énfasis a los aspectos financieros, tales como la “fragilidad financiera” expresada en los balances (“balance sheet”); las quiebras y “corridos” bancarios y las asociadas al llamado “riesgo moral” o riesgo de fraude.

Se incluyen aquí las propuestas poskeynesianas y de los nuevos neoclásicos, debido a que prácticamente fueron las únicas corrientes que generaron modelos matematizados de interpretación. En la presentación de estos modelos utilizo siempre la notación original del autor del modelo.

Evito toda digresión del tema central, que es la crisis monetaria y el papel de los ataques especulativos, aunque los avances conceptuales y los debates teóricos y de política, que se desarrollaron alrededor de este problema, son de la más alta relevancia.

El **Capítulo cuarto** presenta los trabajos que abordan el concepto de “contagio” como expresión de los mecanismos de transmisión de las crisis a través del mercado o de las ligas financieras internacionales.

En la segunda parte, el **Capítulo quinto** introduce el análisis de los mercados especulativos desde la perspectiva financiera de los agentes económicos, buscando con ello completar el enfoque macroeconómico de los Bancos Centrales y de los economistas, desarrollado en los primeros capítulos, con la perspectiva microeconómica de las empresas.

Finalmente, en la tercera parte, el **capítulo sexto** presenta el análisis de la crisis monetaria y financiera en el sudeste asiático enfatizando los procesos especulativos que la originaron.

## CAPITULO 1. EL DEBATE SOBRE LOS MODELOS DE CRISIS CAMBIARIAS

“En su discurso del 24 de febrero (1998) ante los legisladores norteamericanos en el Capitolio, Alan Greenspan sostuvo que: “el panorama para los Estados Unidos es menos seguro... debido a las nubes de tormenta que se están acumulando sobre el Pacífico Occidental y que se están dirigiendo hacia nuestro camino.” El mismo día, Michael Camdessus dijo que Estados Unidos, Gran Bretaña y Japón serán los países más afectados por la crisis en Asia y calificó la situación japonesa de preocupante, debido a la vulnerabilidad del sistema financiero nacional y al actual estancamiento que atraviesa la economía del país asiático. Estos comentarios de los dos hombres más importantes de las finanzas mundiales reflejan que la crisis asiática, comenzada con la devaluación de la moneda tailandesa en julio pasado (1997) aún no ha terminado y que sus secuelas están marcando un punto de quiebre del “equilibrio inestable” de la economía mundial de los '90. Ya sus consecuencias se están haciendo sentir brutalmente, en esta zona...”(Sorel, 1998,1)

"A fines de octubre de 1997, el crack del mercado de acciones de Hong Kong sacudió duramente a Wall Street, mostrando hasta qué punto el contagio bursátil podría alcanzar la principal plaza financiera del mundo. En diciembre de 1996, varios meses antes de que comenzara la crisis asiática, el presidente del Banco Central Americano (FED), Alan Greenspan, se había mostrado inquieto por "la irracional exuberancia" subyacente al alza en los valores de las acciones en Wall Street. Después de que Greenspan hiciera tal declaración, Wall Street salió al fin indemne de la crisis asiática. A fin de 1999 había ganado más del 70% con respecto a fines de 1996. Justamente, es preciso explicar esta capitalización bursátil sin precedente en la historia. Resulta tanto de políticas deliberadas, en especial la masiva creación de medios monetarios mediante el crédito bancario, como del lugar completamente original que ocupan los Estados Unidos en el sistema imperialista mundial." (Serfaty, 2000,1)

¿Qué es lo que hizo a la crisis financiera de los países del sudeste asiático tan inquietante para la economía mundial y tan interesante para la teoría económica?

¿Cuál es el rasgo distintivo que hace diferente la crisis financiera, bancaria, bursátil y de tipo de cambio que se presentó en algunos de estos países?

Porque, finalmente, el proceso de 'liberalización' de los mercados y la desregulación financiera de las economías, ya no era entonces un fenómeno reciente, y las crisis bancarias y de tipo de cambio, lo mismo que la especulación financiera previa a las devaluaciones, ya se había presentado en numerosas y recientes ocasiones en países de Europa y de América Latina<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> La reacción inmediata ante la llamada "crisis petrolera" fue el alza estratosférica de las tasas de interés en los mercados financieros internacionales, que de acuerdo con el economista jefe del Banco Mundial para asuntos de América Latina, pasaron de una tasa del -3.4% en 1980 a una de 19.9% en 1981 y 27.5% en 1982 (Edwards, 1997,35). El resultado fue que los países que habían financiado sus proyectos de desarrollo mediante créditos internacionales sufrieron graves pérdidas que hicieron ya no inmanejable sino impagable su deuda externa. En agosto de 1982 México dejó de cubrir su "servicio de deuda"; Brasil y Argentina lo siguieron casi inmediatamente. La intervención del Banco de Pagos Internacionales y del Fondo Monetario Internacional impuso programas de ajuste que comprometieron seriamente el crecimiento económico de esos países. En octubre de 1987 se colapsaron las bolsas de Londres y Nueva York (lunes negro). Más tarde, en la década de los noventa la primera crisis de los mercados cambiarios se presentó en Europa en 1992, en Turquía en 1993, nuevamente en México en 1994, en Japón en 1995 y entre julio de 1997 y finales de 1998 Tailandia, Indonesia, Malasia, Filipinas y Corea entraron en crisis, mientras que Hong

De acuerdo con algunos autores, los rasgos característicos de las crisis asiáticas fueron que:

- ✓ Golpearon las economías de más rápido crecimiento en el mundo, cuyas variables fundamentales presentaban una situación económica sana y aparentemente sólida (Radelet, 1998; Kregel 1998).<sup>2</sup>
- ✓ Fueron las crisis menos anticipadas en la historia (Krugman, 1998)<sup>3</sup>
- ✓ Demostraron que los procesos de liberalización y desregulación de los mercados financieros, generan como parte de sus efectos, problemas de corrupción, mala administración del sistema bancario y falta de transparencia en el control de las corporaciones (Krugman, 1998; Fisher, 1998; De Bernis, 1999; Mishkin, 1999)
- ✓ Hicieron clara la vulnerabilidad del sistema financiero a los vaivenes sorpresivos (“confianza”) en los mercados de capitales (Mishkin, 1999)
- ✓ Hicieron evidente el papel de los grandes corporativos en los mercados financieros internacionales no solamente como inversionistas, sino como especuladores activos (Krugman, 1999; De Bernis, 1999; Mishkin, 1999)
- ✓ Evidenciaron la incapacidad del FMI para intervenir y controlar disturbios financieros originados en los mercados (Boyer, 1999), y
- ✓ Enseñaron cómo la reacción precipitada y poco cuidadosa de los gobiernos, de la comunidad financiera internacional y de los agentes privados pueden transformar un problema coyuntural, en pánico financiero y en una severa crisis que se extendió a otras economías.

---

kong, Singapur y Taiwán lograron sobreponerse a fuertes presiones especulativas. En agosto de 1998 se devaluó el rublo y la suspensión de pagos impactó a Brasil, Venezuela y Colombia, quien realizó una "devaluación preventiva".

<sup>2</sup> “The East Asian financial crisis is remarkable in several ways. The crisis hit the most rapidly growing economies in the world, and prompted the largest financial bailouts in history. It is the sharpest financial crisis to hit the developing world since the 1982 debt crisis. It is the least anticipated financial crisis in years. Few observers gave much chance a year ago that East Asian growth would suddenly collapse. The search in on for culprits within Asia -- corrupt and mismanaged banking systems, lack of transparency in corporate governance, the short-coming of state-managed capitalism. At least as much attention, if not more, should be focused on the international financial system. The crisis is a testament to the shortcomings of the international capital markets and their vulnerability to sudden reversals of market confidence. The crisis has also raised serious doubts about the IMF's approach to managing financial disturbances originating in private financial markets. Perhaps most importantly, the turmoil demonstrates how policy mis-steps and hasty reactions by governments, the international community, and market participants can turn a moderate adjustment into a financial panic and a deep crisis.” (Radelet, 1998,1).

<sup>3</sup> “It seems safe to say that nobody anticipated anything like the current crisis in Asia. True, there were some Asia skeptics - including myself - who regarded the claims of an Asian economic miracle as overstated, and argued that Asia was bound to run into diminishing returns eventually. And some people - again including myself - raised warning flags a year or two before the Thai crisis, noting that the current account deficits of Southeast Asian countries were as high as or higher than those of Latin America in 1994, and arguing that Asian economies had no special immunity to financial crises. But even pessimists expected something along the lines of a conventional currency crisis followed by at most a modest downturn, and we expected the longer-term slowdown in growth to emerge only gradually. What we have actually seen is something both more complex and more drastic: collapses in domestic asset markets, widespread bank failures, bankruptcies on the part of many firms, and what looks likely to be a much more severe real downturn than even the most negative-minded anticipated.” (Krugman, 1998, 1).

Desde esta perspectiva, la crisis en las economías del sudeste asiático constituyó un parteaguas que dio origen a una serie de estudios sobre la especificidad, pertinencia y capacidad predictiva de los modelos teóricos que se habían utilizado en los análisis tradicionales sobre las crisis de tipo de cambio, con las cuales las empresas y los gobiernos analizan su entorno de crecimiento.

Al respecto Jan Kregel señaló que:

“La crisis asiática de 1997 ha sido muy diferente [a las crisis anteriores]. La mayoría de los países han mantenido superávit en su balanza comercial, si no en su cuenta corriente, y tienen un largo récord de rectitud fiscal. Sus importaciones no han estado dominadas por bienes de consumo lujosos, sus tasas de ahorro fueron extremadamente altas y los bancos no financiaron “booms” de consumo insostenible. Sus reservas son elevadas y sus tipos de cambio se mantuvieron estables durante los 90. Había una tendencia hacia el deterioro en sus cuentas externas provocada por una caída en las tasas de crecimiento de las exportaciones en la mayoría de los países. Pero, esto provocado no por cambios en las políticas de estabilización internas, sino por cambios en el ámbito externo, sobre el que los países tienen poco control y hay pocas políticas disponibles.”<sup>4</sup>

Paul Krugman, por su parte, indicó que:

“Para dar sentido a lo que ocurrió en Asia, es necesario adoptar una aproximación diferente de la teoría tradicional de la crisis de tipo de cambio. Sin duda las economías asiáticas experimentaron crisis de tipo de cambio y los canales usuales de especulación operaron aquí como siempre. Sin embargo, estas crisis son sólo parte de una más amplia crisis financiera, la cual tiene poco que ver con tipos de cambio o emisiones monetarias o con los tradicionales instrumentos fiscales. En lugar de esto, para dar sentido a lo que fue equivocado necesitamos enfocar dos aspectos normalmente poco atendidos: el papel de los intermediarios financieros (y el riesgo moral asociado a ellos cuando están pobremente regulados), y el precio de los activos reales tales como tierra y capital.”<sup>5</sup>

Y un año más tarde agregó que:

“(…) el número y severidad de la crisis ha demostrado en una forma devastadora la importancia del individuo; en un mundo de alta movilidad del capital, es ahora claro, la amenaza de ataques especulativos toma un papel central (...) Por otra parte, aún una mirada superficial a los eventos recientes revela la inadecuación de los modelos de crisis existentes. Verdaderamente, la crisis

---

<sup>4</sup> “The Asian crisis of 1997 has been very different. Most countries have been near surplus on their trade balance, if not on their current account balances, and have a long-term record of fiscal rectitude. Imports were not dominated by luxury consumption goods, savings ratios were extremely high and banks were not financing unsustainable consumption booms. Foreign exchange reserves were high and exchange rates had been stable throughout the 1990s. Yet, there was a discernible tendency towards deterioration in the foreign account caused by a fall-off in the rapid growth of exports in most countries. But, this was caused not by changes in what had until that time been successful internal stabilisation policy, but rather by changes in the external environment, over which they had little control and there were few policy responses available. This is a characteristic of the world of increased economic interdependence and free global capital flows.” (Kregel, 1998, 3-4). A menos que se indique, los paréntesis cuadrados [ ] en cualquier parte de este documento son aclaraciones mías.

<sup>5</sup> “I will argue that in order to make sense of what happened to Asia, it is necessary to adopt an approach quite different from that of traditional currency crisis theory. Of course Asian economies did experience currency crises, and the usual channels of speculation were operative here as always. However, the currency crises were only part of a broader financial crisis, which had very little to do with currencies or even monetary issues per se. Nor did the crisis have much to do with traditional fiscal issues. Instead, to make sense of what went wrong we need to focus on two issues normally neglected in currency crisis analysis: the role of financial intermediaries (and of the moral hazard associated with such intermediaries when they are poorly regulated), and the prices of real assets such as capital and land.” (Krugman, 1998, 1)

asiática ha provocado disputas (...) que decisivamente resuelven el argumento entre “fundamentalistas” y “profecías autovalidantes” (Yo estaba equivocado, Maury Obstfeld estaba en lo correcto.)”<sup>6</sup>

Un Punto de vista alternativo lo presentó Stanley Fischer, desde la perspectiva del Fondo Monetario Internacional aclarando que la crisis tenía origen en ineficiencias en la conducción macro y microeconómica:

“Primero, la falla en reducir el sobrecalentamiento que se había hecho evidente en Tailandia y muchos otros países de la región, que se manifestó en grandes déficits externos, de propiedad, y en burbujas en los mercados de activos; segundo, por el mantenimiento por un tiempo demasiado largo de tipos de cambio controlados que propiciaron endeudamiento y una excesiva exposición a riesgos cambiarios en los sectores financiero y corporativo; y tercero, reglas prudenciales laxas y falta de atención financiera que condujeron al deterioro de la calidad de los portafolios bancarios. Cuando la crisis estalló, la incertidumbre política y las dudas sobre la intención y capacidad de las autoridades para aplicar los ajustes necesarios exacerbaron la presión sobre las monedas y los mercados de activos.”<sup>7</sup>

La responsabilidad de la crisis era así exclusivamente ineficacia de los gobiernos locales; y el Fondo Monetario Internacional, de cara a la crisis “podía dejarla profundizar y posiblemente *dar una lección a los deudores y acreedores internacionales*; o alternativamente –continúa Fischer- podemos avanzar mitigando los efectos de la crisis en la región y en la economía mundial, en forma que deudores y acreedores tomen su responsabilidad, posiblemente con algunos efectos laterales no deseados. Este último enfoque –mitigar la crisis- tiene más sentido. El interés global y profundamente el de los Estados Unidos, descansa en una Asia económicamente fuerte *que importe tanto como exporte* y con ello soporte el crecimiento global.”<sup>8</sup>

---

<sup>6</sup> “For the founding fathers of currency-crisis theory - a fraternity among whom Bob Flood holds a place of high honor - the emerging market crises of 1997-? inspire both a sense of vindication and a sense of humility. On one side, the number and severity of these crises has demonstrated in a devastatingly thorough way the importance of the subject; in a world of high capital mobility, it is now clear, the threat of speculative attack becomes a central issue - indeed, for some countries *the* central issue - of macroeconomic policy. On the other side, even a casual look at recent events reveals the inadequacy of existing crisis models. True, the Asian crisis has settled some disputes - as I will argue below, it decisively resolves the argument between “fundamentalist” and “self-fulfilling” crisis stories. (I was wrong; Maury Obstfeld was right).” (Krugman, 1999, 1)

<sup>7</sup> “The key domestic factors that led to the present difficulties appear to have been: first, the failure to dampen overheating pressures that had become increasingly evident in Thailand and many other countries in the region and were manifested in large external deficits and property and stock market bubbles; second, the maintenance of pegged exchange rate regimes for too long, which encouraged external borrowing and led to excessive exposure to foreign exchange risk in both the financial and corporate sectors; and third, lax prudential rules and financial oversight, which led to a sharp deterioration in the quality of banks' loan portfolios. As the crises unfolded, political uncertainties and doubts about the authorities' commitment and ability to implement the necessary adjustment and reforms exacerbated pressures on currencies and stock markets. Reluctance to tighten monetary conditions and to close insolvent financial institutions has clearly added to the turbulence in financial markets.” (Fisher, 1998, 2)

<sup>8</sup> “In effect, we face a trade-off. Faced with a crisis, we could allow it to deepen and possibly teach international lenders a lesson in the process; alternatively, we can step in to do what we can to mitigate the effects of the crisis on the region and the world economy in a way that places some of the burden on borrowers and lenders, although possibly with some undesired side effects. The latter approach--doing what we can to mitigate the crisis--makes more sense. The global interest, and indeed the U.S. interest, lies in an economically strong Asia that imports as well as exports and thereby supports global growth.” (Fisher, 1998, 4)

Por supuesto, la discusión se amplió.

La corriente regulacionista nos recordó que: “Para ciertos grupos de opinión [Los Neoclásicos] no existe crisis, pues durante 30 años el proceso de mundialización destruyó gradualmente todos los poderes económicos nacionales y creó un sistema que lleva a la óptima asignación de los recursos. Así, se supone que los movimientos de capital tienen la capacidad de reemplazar a los gobiernos nacionales y promover el desarrollo de la economía mundial, con la única condición de que sus decisiones se ejecuten con absoluta libertad.” De esta forma, se impulsó la apertura total de las fronteras a los flujos de capital y la concentración de éstos. “Sin embargo, después de los setenta, numerosos economistas (como Tobin) y diversas instituciones se preocuparon por la estabilización de esos flujos, su volatilidad y la incertidumbre que entrañan. Como decía Keynes en su Teoría General, dichos flujos generan una "incertidumbre radical" en la economía real.”(De Bernis, 1999,1)

Hacia falta control sobre los flujos de capital y las propuestas para ello tenían un largo antecedente:

“Eichengreen y Wyplosz propusieron que todos los intermediarios financieros realizaran un depósito en moneda nacional al banco central conforme a la posición corta en moneda local. Después de la crisis financiera mexicana, Raymond Barre en Davos insistió, en 1995, en la necesidad de controlar los riesgos derivados de las crisis financieras sin esperar la crisis sistémica. En el mismo año, se formalizaron dos propuestas: a) Spahn propuso, como Tobin, actuar sobre los precios al fijar a todos los operadores un impuesto sobre las transacciones de cambio; el gravamen tendría dos dimensiones, una uniforme y mínima y otra proporcional al margen entre el tipo de cambio retenido y el valor del límite de la zona de referencia, y b) Eichengreen, Wyplosz y Tobin sugirieron racionar todos los préstamos a corto plazo de los intermediarios financieros a los no residentes al llegar al máximo los compromisos respecto a esos no residentes. Recientemente, Sachs y Aglietta sostuvieron esa propuesta. En 1998 [luego de la crisis] surgieron diversos planteamientos en torno de todos los flujos financieros internacionales sugiriendo organizar una regulación preventiva. El Instituto de Finanzas Internacionales (IFI) propone aplicarla a los sistemas bancarios y reforzar la cooperación de las autoridades bancarias; el FMI propone aplicarla a todos los operadores, al reforzar los sistemas de información prudencial, y Greenspan y Rubin añaden ciertas reglas para disuadir a los operadores.”(De Bernis, 1999,3)

Pero más allá de problemas operativos de control del flujo de capital, “(...) es útil recordar que el verdadero origen de las crisis financieras en los países ‘emergentes’ ha sido la decisión común del FMI y de Estados Unidos (iniciativa Brady) de facilitar la reentrada de los capitales

financieros en esas naciones con el solo propósito de ampliar las posibilidades de colocación de los capitales, en particular los estadounidenses, y así incrementar su rendimiento y revalorización. Para justificarlo se pretendió que la deuda de México y los países asiáticos se reestructurara a pesar de su inmenso volumen.<sup>9</sup> Está claro que la mundialización y los movimientos de capital son lo mismo. Las crisis financieras se vinculan directamente con la búsqueda de ganancias por parte de los tenedores de capital. Si se observa su proceso, es difícil entender la famosa conclusión del análisis del desarrollo de los mercados financieros: ‘Los mercados realizan la distribución óptima de los recursos’” (De Bernis, 1999,4-5)

Con ello la interpretación de los regulacionistas concluye que la crisis:

“Se trata de una competencia entre grandes conglomerados, pero se asemeja a la lucha del centro contra la periferia. Asia del Este empezaba a escapar del estatuto de los países dependientes; lo que se denomina "el desarrollo en la forma de un vuelo de gansos salvajes" ponía de relieve que el de Corea no era en detrimento ni de los países vecinos ni de Japón, como lo demuestra el Institute of Developing Countries de Tokio. Al contrario, ese desarrollo facilitaba el superávit de la balanza comercial japonesa, pero acentuaba el déficit de Estados Unidos; el juego sobre los tipos de cambio desde el inicio de la crisis asiática lo muestra. Se sabe que Estados Unidos hizo todo lo posible para limitar la potencia económica japonesa, estimulando la devaluación del dólar con respecto al yen, lo que condujo al cambio increíble de 80 yenes. La economía japonesa pudo resistir durante siete u ocho años porque tenía reservas de productividad considerables, pero esto no podía mantenerse de manera indefinida y Japón se agotó en el juego. Que la crisis asiática fuera resultado de ello aparece en la naturaleza de las cosas: Estados Unidos no podía permitir el desarrollo indefinido de una zona del mundo que debe controlar si ha de mantener su liderazgo.”(De Bernis, 1999,10)<sup>10</sup>

En abril de 1999, Frederic Mishkin introduce el concepto de ‘información asimétrica’ en el análisis de la crisis. En sus “Lecciones de la crisis de Asia” puntualiza que:

“En la mayoría de las crisis financieras, y particularmente en la crisis del oriente asiático, el factor clave que provoca problemas de información asimétrica que empeoran y desencadenan crisis es el deterioro de los balances contables, particularmente en el sector financiero. Como en las primeras crisis financieras, tales como en Chile en 1982 y México en 1994-95 donde se aplicó un análisis similar, la historia comienza con la liberalización financiera que resulta en un boom de créditos los cuales fueron alimentados por entradas de capital. Una vez que se establecieron restricciones sobre las tasas de interés máximas y el tipo de créditos permitidos, el crédito se incrementó dramáticamente. Como se documentó en Corsetti, Pesenti y Roubini (1998), Goldstein (1998), Banco Mundial (1998) y Kamin (1999), la extensión del crédito en los países

---

<sup>9</sup> En el caso de México, finalmente se logró imponer la reestructuración de la deuda y su socialización bajo la figura de “rescate bancario”, con un costo social tan escandaloso como conocido: la pérdida de oportunidad de crecimiento para varias generaciones.

<sup>10</sup> La interpretación oficial de la UNCTAD de acuerdo con su Informe Anual sobre el Comercio y el Desarrollo de 1996 considera el agotamiento exportador de la economía Japonesa como resultado de su paso a lo que denomina cuarta etapa de crecimiento del modelo, en la cual el país se convierte en exportador de capitales transfiriendo y agotando la capacidad competitiva en los mercados de exportación. Este mismo informe coincide en que efectivamente el modelo de crecimiento de los países asiáticos no constituye triangulación del comercio y que para más de un país la balanza comercial es positiva en detrimento de Estados Unidos.



asiáticos creció a tasas más altas que el Producto Interno Bruto. El problema con el boom de créditos no fue su expansión, sino el excesivo riesgo tomado al otorgarlos, cuyo resultado fueron grandes pérdidas en el futuro.”<sup>11</sup>

De acuerdo con Mishkin la débil regulación y supervisión gubernamental aunada a la ineficiente administración bancaria elevó el riesgo de fraudes [moral-hazard]. Las altas expectativas de ganancias en la región después de la ola de quiebras en América Latina, propiciaron un enorme flujo de capitales, los cuales consideraron tácita la protección y garantía de los gobiernos o de las instituciones internacionales como el FMI para extender sus actividades en Asia -protección, cobertura y rescate ya habían sido ensayados exitosamente ante las crisis en América Latina-. Las instituciones financieras locales son así responsables directas de la crisis. Y lo son de dos maneras: si sus balances se deterioran pueden quedar obligadas a restringir el crédito y desencadenar una crisis de insolvencia que destruye la competitividad de las empresas; o, si interviene la Banca Central, esta última se hace sensible contra ataques especulativos porque su mecanismo de defensa es el alza en las tasas de interés lo cual afecta los balances del sistema bancario debido a que los períodos de maduración de los créditos son superiores a su exposición al riesgo.

“De esta forma, cuando ocurre un ataque especulativo sobre la moneda en un mercado emergente, si el Banco Central eleva las tasas de interés en la proporción suficiente para defender su moneda, el sistema bancario se colapsa. Una vez que los inversionistas observan la debilidad del sistema bancario es menos probable que el Banco Central pueda defender la moneda, existen grandes incentivos para buscar beneficios deshaciéndose de ella. Así, con un sistema bancario debilitado existen muchos caminos para un ataque especulativo, un amplio déficit en cuenta corriente es uno de ellos. Desde este punto de vista el deterioro del sector bancario es la clave fundamental que provoca una crisis monetaria. La crisis monetaria y la devaluación subsecuente ayuda entonces a desencadenar una completa crisis financiera en los mercados emergentes. Esto ocurre por dos aspectos centrales en los contratos de deuda. El corto plazo y su denominación en moneda extranjera.”<sup>12</sup>

---

<sup>11</sup> “In most financial crises, and particularly in the East Asian crises, the key factor that causes asymmetric information problems to worsen and launch a financial crisis is a deterioration in balance sheets, particularly those in the financial sector. As in earlier financial crises, such as in Chile in 1982 or Mexico in 1994-95 where a similar analysis applies, the story starts with financial liberalization that resulted in the lending boom which was fed by capital inflows. Once restrictions were lifted on both interest-rate ceilings and the type of lending allowed, lending increased dramatically. As documented in Corsetti, Pesenti and Roubini (1998), Goldstein (1998), World Bank (1998) and Kamin (1999), credit extensions in the Asian crisis countries grew at far higher rates than GDP. The problem with the resulting lending boom was not that lending expanded, but that it expanded so rapidly that excessive risk-taking was the result, with large losses on loans in the future.” (Mishkin, 1999, 2)

<sup>12</sup> “Thus, when a speculative attack on the currency occurs in an emerging market country, if the central bank raises interest rates sufficiently to defend the currency, the banking system may collapse. Once investors recognize that a country's weak banking system makes it less likely that the central bank will take the steps to successfully defend the domestic currency, they have even greater incentives to attack the currency because expected profits from selling the currency have now risen. Thus, with a weakened banking sector, a successful speculative attack is likely to materialize and can be triggered by any of many factors, a large current account deficit being just one of them. In this view, the deterioration in the banking sector is the key fundamental that causes the currency crisis to occur. A currency crisis and the subsequent devaluation then helps trigger a full-fledged financial crisis in emerging market countries because of two key features of debt contracts. In emerging market countries, debt contracts both have very short duration and are often denominated in foreign currencies.” (Mishkin, 1999, 5)

Existen tres mecanismos por los cuales la crisis de tipo de cambio en los mercados emergentes elevaron los problemas de información asimétrica:

- Dado que en el Balance los activos son denominados en moneda local al tipo de cambio de compra y los pasivos tienen que ser denominados en la moneda en que se comprometen, la crisis cambiaria deteriora la posición de las empresas<sup>13</sup>.
- El impacto de una devaluación altera las expectativas de inflación presionando con ello, en un círculo vicioso a una mayor devaluación.
- Se genera un problema general de insolvencia que afecta tanto a las empresas como al sistema bancario, provocando una agudización de la crisis financiera.
- Como la banca normalmente redescuenta los créditos, ante una crisis sistémica se generan problemas en la Cámara de Compensación que provocan finalmente la quiebra de muchos bancos o empresas. La falta de crédito a la economía real elimina así la posibilidad de inversiones productivas que alienten la recuperación durante la crisis.

En este punto, Mishkin devuelve el problema de la crisis a su plano microeconómico, por lo que no es necesario citar el resto de sus “Lecciones” en este momento. Basta señalar que su contribución insiste en el problema del “prestamista de última instancia” [rescatista], el problema de los regímenes de tipo de cambio (la ineficiencia de la política monetaria bajo tipo de cambio fijo) y al problema de la política financiera internacional como elemento catalizador de las crisis.

En conclusión, la primera etapa del debate evolucionó con una lógica precisa: la sorpresa, la fuente generadora, el mecanismo, el culpable y la institución que tenía que resolver el problema (el “rescatista de última instancia”), un modelo analítico-mental ad-hoc a las instituciones financieras internacionales.

Otra vertiente de análisis proponía un enfoque multivariado: James Crotty en su ensayo de 1998 sobre la crisis asiática y luego en su postfacio agregado dos años después, dice que:

---

<sup>13</sup> No existían entonces los instrumentos derivados.

“La esencia de la crisis es su inherente complejidad estructural, no puede ser reducido a un solo mecanismo operando a un solo nivel de comportamiento, sino que incorpora alternativamente una serie de conflictos interrelacionados que operan simultáneamente a varios niveles. Comprensiblemente la mayoría de los análisis se han enfocado a uno u otro de los elementos que contribuyen a la crisis. Algunos han tratado de identificar deficiencias en la microfundamentación del modelo asiático - por ejemplo el modelo de Krugman de relaciones perversas entre deudores y acreedores debido a insuficientes garantías gubernamentales - Otros han enfatizado errores de política nacional – por ejemplo el argumento de Grabel que se sustenta en la falta de controles sobre inversiones en portafolio en moneda extranjera lo cual ha provocado muchas de las crisis recientes. Otros autores han enfatizado deficiencias en la estructura de los mercados internacionales – por ejemplo el enfoque de Paul Davidson de que la crisis asiática refleja cómo la falta de liquidez pone en su sitio a estos países en un mundo post- Bretton-Woods.”<sup>14</sup>

Mientras que Dabat llamaba la atención sobre los patrones tecnoproductivos y la expansión del crédito internacional:

“La recuperación económica, sin embargo, no ha cerrado el debate sobre las causas estructurales de la crisis asiática, al quedar importantes temas sin respuesta. Entre ellos destaca el papel que desempeñó en la crisis el patrón histórico de crecimiento y de inserción a la economía mundial de los países de la región, que parece que había entrado en una fase crítica casi un lustro antes del estallido de la crisis financiera. Una hipótesis fundamental de trabajo que se propone a este respecto se refiere a la vinculación de la crisis financiera derivada de la sobreexpansión especulativa del crédito internacional con la crisis regional de sobreacumulación de capital, agravada por el efecto desigual del cambio de los años noventa en los patrones tecnoproductivos y espaciales con que funciona la economía mundial.”(Dabat, 2001,951)

De cualquier forma, ninguna crisis es eterna y la mayoría de las economías del sudeste asiático han demostrado su capacidad de recuperación a partir del año 2000. El debate teórico entre los diferentes autores quedó entonces superado sin que se llegara a ninguna conclusión definitiva y las vertientes de pensamiento, y sobre todo los modelos de interpretación, que fueron la novedad durante ese período, quedaron en cuestión. Barry Eichengreen ironizó las diversas interpretaciones y modelos elaborados para interpretar las crisis a partir del trabajo de Krugman de 1979, dice: “la ola de crisis pareció dar origen a un nuevo estilo de modelos, unos que daban sentido a las crisis después de que habían ocurrido”<sup>15</sup>, agregando que tres generaciones de problemas diferentes en su dinámica y en su contexto dieron origen a tres generaciones de

---

<sup>14</sup> “Our central point is that the essence of the current crisis is its inherent structural complexity; it cannot be reduced to a single mechanism operating at a single behavioral level, but involves instead a series of interlinked conflicts operating at several levels simultaneously. Understandably, most analysts have focused on one or the other contributing causes in this crisis. Some have tried to identify a flawed microfoundational mechanism of the “Asian model”—for example, Krugman’s (1998) model of perverse borrower-lender relations due to unwise government guarantees. Others have emphasized national policy mistakes—for example, Grabel’s (1998) argument that overreliance on hard-currency foreign loans without controls over portfolio investment flows triggered many recent financial crises. Still others have emphasized flaws in the structure of international markets – for example, Paul Davidson’s (1998) view that the Asian crisis reflects liquidity-shortage chickens coming home to roost in the post-Bretton Woods world.” (Crotty, 2000, 1-2)

<sup>15</sup> citado por Paul Krugman en “Crises: the next generation?” Draft for Rzaing conference, Tel Aviv University, march 2001 p.1 La obra citada es la de Barry Eichengreen, Andrew K. Rose, and Charles Wyplosz. Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks. June 21, 1995 (Krugman, 2001, 1)

modelos de interpretación, (Eichengreen, 2003) la última de las cuales deja aún margen fértil para nuevas investigaciones.

Recapitulando, los avances teóricos realizados desde la publicación del ensayo seminal de Paul Krugman en 1979 a la fecha, podemos concluir que el esfuerzo y debate teórico desarrollado durante la década de los 90:

- ✓ Refuerza la importancia de las decisiones empresariales y en general de los agentes económicos, con lo cual se hace necesaria una microfundamentación de la teoría de la crisis. Esta microfundamentación debe explicar la función de los llamados ataques especulativos como parte de la planeación financiera corporativa y sus objetivos de maximización de las utilidades, contribuyendo con ello a la explicación de problemas insuficientemente sustentados en la teoría económica, como son los “comportamientos de rebaño”, las “profecías autovalidantes” o los “pánicos financieros” actualmente sustentados más en la psicología que en la economía
- ✓ Hace evidente el papel de las instituciones financieras nacionales e internacionales en la generación, dinámica y solución de las crisis, con lo que se hace necesaria la revisión de la “arquitectura financiera internacional” y la reordenación de los organismos financieros internacionales.
- ✓ Demuestra que el proceso de globalización y liberalización de los mercados financieros hace inevitable considerar el sistema económico en su conjunto en el análisis e interpretación de las crisis económicas y financieras nacionales
- ✓ Enseña que los patrones de comportamiento y amplitud de las crisis responden a un contexto histórico, lo cual confiere a los “modelos” de análisis un papel temporal limitado.



## CAPÍTULO 2. ENFOQUES ANALÍTICOS DE INTERPRETACIÓN DE LA CRISIS

Aunque las crisis son tan antiguas como el capitalismo, y la “especulación” con “valores” puede observarse ya en las operaciones que se desarrollaban en el recinto de Van Der Bursen en el siglo XVI, las concepciones teóricas sobre estos aspectos se desarrollaron principalmente a partir de la segunda mitad del siglo XIX y principios del siglo XX.<sup>1</sup>

Los primeros modelos que se utilizaron para explicar las crisis monetarias y financieras y los procesos especulativos fueron analíticos, entendiéndose por ello que no utilizaron modelos matematizados para explicar o estimar esos fenómenos. Resaltan entre ellos los enfoques Marxista, keynesiano, la propuesta heterodoxa de los historiadores y la propuesta evolucionista; que se presentan a continuación.

### 2.1. El enfoque marxista

Aunque Marx no hace un análisis sistemático de las crisis monetarias y financieras, existen abundantes citas en sus obras que permiten configurar una interpretación de éste fenómeno<sup>2</sup>.

En sus primeros artículos de 1855 Marx establece la indisoluble relación entre el dinero y la crisis así como de la importancia del crédito en la dinámica de ésta<sup>3</sup>. Engels -por su parte-,

---

<sup>1</sup> El Origen de la Bolsa como Institución se da al final del siglo XV en las ferias medievales de la Europa occidental, en ellas se inició la práctica de las transacciones de valores mobiliarios y títulos. En 1460 se creó la Bolsa de Amberes, primera institución bursátil en un sentido moderno. El término "Bolsa" apareció en la ciudad de Brujas (Bélgica) al final del siglo XVI, los comerciantes solían reunirse, para llevar a cabo sus negocios, en un recinto de propiedad de Van Der Bursen. De allí derivaría la denominación de "Bolsa", que se mantiene vigente en la actualidad. Para 1570 se crea la Bolsa de Londres y en 1595 la de Lyon; la Bolsa de Amsterdam se funda en 1611; la Bolsa de Nueva York nació en 1792 y la de París en 1794, sucesivamente fueron apareciendo otras Bolsas en las principales ciudades del mundo. La primera Bolsa reconocida oficialmente fue la de Madrid en 1831.

<sup>2</sup> Los primeros artículos que hacen referencia al problema de las crisis aparecen a principios de 1855 en la revista *Neuer Oder Zeitung*, en relación a las reformas bancarias de 1844 en Inglaterra y que enfrentan la llamada Escuela Monetaria (Currency School) con la Escuela Bancaria (Banking School); Marx particularmente contrasta las obras de Tooke, Thornton, Mill y Fullarton. De esa misma fecha están datadas las notas "Essence of Money, Credit and Crisis", y un poco después, entre 1856 y 1858 aparece otra serie de artículos sobre la Crisis en Inglaterra, la Crisis en Francia y la serie "Military and finance" donde trata los problemas de China e India, en la revista *New York Daily Tribune*; en los artículos sobre Francia Marx presenta el papel del crédito mobiliario como una de las fuentes de especulación a escala mundial. Existen también citas en su correspondencia con Engels (1857) y Lasalle (1858). En sus obras maduras, las principales referencias se encuentran en la Introducción de la Contribución a la Crítica de la Economía Política; en los *Grundrisse*, en el tomo II de la Historia Crítica de la Plusvalía y en los tomos I y III de *El Capital* en donde estudia el ciclo comercial (ciclo corto) y se perfila la importancia del ciclo largo tecnológico; En *El Capital* se fundamenta la relación dinero-credito-crisis, las crisis de subconsumo y de desproporcionalidad y se define la crisis originada en la caída de la cuota de ganancia.

<sup>3</sup> Los comentarios definitivos de Marx sobre el papel del crédito los presenta en el tomo III de *El Capital*: "If the credit system appears as the principal lever of overproduction and excessive speculation in commerce, this is simply because the reproduction process, which is elastic by

predice en 1856 la naturaleza global de la crisis y el papel de la especulación financiera en su desarrollo: "Esta vez -dice-, la quiebra sera imprecedentede; todos los ingredientes están ahí: intensidad, alcance universal y la involucración de todos los elementos sociales y de propiedad."<sup>4</sup> Como señala Bologna, "Engels intenta hallar la conexión entre la normalidad del proceso productivo y la anormalidad de la especulación: una relación de precaria estabilidad que culmina en la crisis" (Bologna, 1973). En ese mismo año, en su análisis sobre la crisis en Francia, Marx delinea su primera definición de la crisis: un "desastre crónico, limitación de la producción, estancamiento del comercio y desencanto generalizado". En ese caso particular, Marx señala que la crisis francesa no podría dar lugar a un "pánico bancario" porque ese país mantenía un saldo positivo en su Balanza de Pagos.<sup>5</sup> La especulación aparece ya como uno de los fenómenos asociados a las crisis financieras con una connotación negativa.<sup>6</sup>

En la Contribución a la crítica de la Economía Política y más tarde en *El Capital*, Marx presenta la teoría de la crisis cíclica: en la producción simple de mercancías, la separación de las esferas

---

nature, is now forced to its utmost limit; and this is because a great part of the social capital is applied by those who are not its owners, and who therefore proceed quite unlike owners who, when they function themselves, anxiously weigh the limits of their private capital. This only goes to show how the valorisation of capital founded on the antithetical character of capitalist production permits actual free development only up to a certain point, which is constantly broken through by the credit system. The credit system hence accelerates the material development of the productive forces and the creation of the world market, which it is the historical task of the capitalist mode of production to bring to a certain level of development, as material foundations for the new form of production. At the same time, credit accelerates the violent outbreaks of this contradiction - crises - and with these the elements of dissolution of the old mode of production." (...) "The credit system has a dual character immanent in it: on the one hand it develops the motive of capitalist production, enrichment by the exploitation of others' labour, into the purest and most colossal system of gambling and swindling, and restricts ever more the already small number of the exploiters of social wealth; on the other however it constitutes the form of transition towards a new mode of production. It is this dual character that gives the principal spokesmen for credit, from Law through to Isaac Péreire, their nicely mixed character of swindler and prophet." (*Capital* Vol. III, pp 572-3)

<sup>4</sup> Carta de Engels a Marx, 14 abril de 1856

<sup>5</sup> "English, North European and American crises have never directly given rise in France to a 'French crisis'; rather the effects have been entirely passive — chronic distress, limitation of production, stagnation of trade, and general uneasiness. The reason: France has a favourable balance of trade with the United States, the Hanseatic towns, England, Denmark. With Sweden and Norway the balance is unfavourable, but this is more than offset by Hamburg. Consequently these crises can never generate a drain of bullion from France and hence will not create a properly so-called monetary panic there. If the Bank, notwithstanding, increases the bank rate, as has happened this time, it does so merely to prevent the capitalists from placing their money more advantageously in those countries. But so long as the export of bullion is the inevitable consequence, not of the balance of trade but simply of the avarice of the profitmongers, it can, as Bonaparte has now once more demonstrated, be stopped by the gendarmerie. If the country with the favourable balance of trade has not granted long-term credits or accumulated produce for the export to the centres of the crises — and both are repugnant to the pedlar — like nature of your French manufacturer and merchant — it will have to endure losses, etc., but not an acute crisis. Louis Philippe, too, was misled by the apparent good fortune with which France emerges from the first phase of a general crisis. In his inaugural address before the Chambers on the eve of the February revolution, he congratulated 'la belle France' upon this privilege." Carta a Engels en Manchester, 25 diciembre 1857.

<sup>6</sup> "speculation is only the form in which the split between the process of production and circulation presents itself." "The present race of French speculators stand in the same relation to the English speculators of the above-mentioned epochs as the French Deists of the Eighteenth to the English Deists of the Seventeenth century. The one furnished the materials, while the other produced the generalising form which enabled Deism to be propagated over the whole civilised world of the eighteenth century. The British are prone to congratulate themselves upon the removal of the focus of speculation from their free and sober island to the muddled and despot-ridden Continent; but then they forget the intense anxiety with which they watch the monthly statement of the Bank of England; they forget that it is English capital to a great extent which supplied the great arteries of the European *Crédit Mobilier* with the heavenly moisture; they forget that the 'sound' over-trading and over-production in England is the direct offspring of the 'unsound' speculation they denounce on the Continent, as much as their liberal policy of 1854 and 1856 is the offspring of the *coup d'état* of Bonaparte." (Marx, NYDT, 9 oct. 1956)

"Between the end of October and the start of December 1856, Marx wrote four articles in the *New York Daily Tribune* devoted to the world crisis. In the first, on 27 October, we find ourselves in the midst of a financial panic; once again the crisis was due to a "disproportion between the disposable capital and the vastness of the industrial, commercial and speculative enterprises"; it was not due to a scarcity of the circulating medium, to a crisis of money as a means of payment, but to a crisis in the relation between money and capital, between rates of accumulation

de la producción y la circulación, entraña ya la posibilidad de la crisis, simplemente porque la mercancía tiene que venderse para mantener el ciclo de la producción, el dinero, sin embargo, no tiene porqué gastarse inmediatamente en mercancías. La interrupción, aunque sea temporal del proceso de compra-venta entraña la posibilidad de crisis, por eso “(...) antes de que Marx inicie su análisis de la producción específicamente capitalista, establece que la teoría del dinero y la crisis están tan íntimamente relacionadas que son analíticamente inseparables.”<sup>7</sup>

Las distintas funciones que despliega el dinero a lo largo de su evolución histórica y conceptual (medida del valor, medio de circulación, recipiente de valor, medio de pago y dinero mundial), son importantes. Específicamente el paso de la función del dinero como medio de circulación a su función como medio de pago, entraña el desarrollo de los contratos y el crédito y ambos desarrollos implican la separación temporal de los procesos de realización. La mercancía se vende sin que retorne inmediatamente el dinero, pueden realizarse muchos procesos de intermediación antes de que la venta final realice el valor de la mercancía en dinero y se cierre todo el circuito comercial. El papel del crédito y el desarrollo de los bonos es fundamental. Al mismo tiempo que potencia las posibilidades de inversión productiva, alarga el tiempo en que enormes sumas de capital se encuentran fuera de la circulación, dependiendo, para su retorno, de una cada vez más compleja red de transacciones. Pero también se incrementan los riesgos: los contratos se establecen con base a expectativas de ganancia futuras, pero nada garantiza que los precios esperados de las mercancías se logren realizar; por otra parte, el desarrollo de los contratos aumenta la interdependencia entre los agentes económicos. Una ruptura en algún punto del circuito puede provocar –como efecto dominó –, una suspensión de pagos y quiebra generalizada. Cuando esto ocurre se presenta una fuga rápida y generalizada hacia la liquidez, hacia la forma monetaria.

---

and the system of exchange. The raising of interest rates did nothing to stop the outflow of gold; the fact that the capital markets of the various countries were closely connected stood in the way of measures aimed at isolating the crisis; the crisis was general." (Bologna, 1973)

<sup>7</sup> Los siguientes renglones están basados en la interpretación de Crotty presentada en su artículo sobre la Centralidad del dinero (Crotty, 1985). La cita es del libro de Marx Karl. Theories of surplus value T. II, 509. Crotty señala que : “Thus, before Marx even begins his analysis of specifically capitalist production relations he has established that the theory of money and credit and the theory of crisis are so intimately intertwined that they are analytically inseparable. The major point is this: the abstract forms or models of crisis in commodity exchange constitute a structural framework within which Marx builds his analysis of capitalist production relations. Marx’s theory of the crisis tendencies of capitalist production relations - the focus of the crisis theory literature - is affected or conditioned by his theory of commodity exchange even as the model of simple commodity circulation is transformed by its integration with capitalist social relations. Just as Marx constructs his concept of capitalism as the unity of commodity exchange and capitalist relations of production, his theory of accumulation and crisis is the dynamic interaction of the forms of crisis or crisis potential of (capitalist) commodity circulation and the “inevitable” crisis tendencies inherent in capitalist production.” (Crotty, 1985, 4)



“Esas son las posibilidades formales de la crisis. La primera (crisis de circulación) es posible sin la última, es decir, las crisis son posibles sin el desarrollo del crédito, sin dinero funcionando como medio de pago. Pero la segunda forma (crisis de pagos) no es posible sin la primera, es decir, sin la separación entre la compra y la venta. Pero en último caso, la crisis ocurre no solo porque la mercancía no se puede vender, sino porque no se logra vender dentro de *un período específico*, y la crisis surge y deriva su carácter no solo de la imposibilidad de venta de la mercancía, sino de no poder realizar la serie completa de pagos establecidos, con relación a la mercancía dentro del período de vencimientos comprometido. Esta es la característica de la crisis monetaria.”<sup>8</sup>

Con el desarrollo pleno del capitalismo estas fuerzas desequilibrantes se llevan al extremo: el desarrollo de los contratos-crédito y de los mercados financieros se vuelven muy sensibles a los riesgos, introduciendo inestabilidad en el proceso de reproducción del sistema. Se hace evidente, además, una nueva fuente de crisis: *la disminución tendencial de la tasa de ganancia*.<sup>9</sup>

“El paso crítico en este punto es el reconocimiento de que la tendencia o crecimiento bruto promedio de la tasa de beneficio, en cualquier período histórico, es el centro de gravedad alrededor del cual se desarrolla el sistema de contrato-crédito. Por una parte, la tasa media de ganancia es codeterminante en la estructura de los precios relativos, los cuales a su vez, influyen en la estructura de relaciones contractuales. Más aún, como resultado de la acumulación, la tendencia de la tasa de beneficio bruto actúa como un magneto atrayendo la tasa de interés. Al inicio de la expansión la tasa de beneficio se eleva mientras el interés se mantiene estable, abriéndose una brecha entre ambas tasas, que alimenta el boom de inversiones. Sin embargo, cuando la tasa de ganancia llega a su máximo, la tasa de interés elimina esa brecha; la tasa de interés creciente frena la fuerte demanda de crédito en busca de aprovechar los beneficios disponibles y presiona incrementando la falta de liquidez en la economía. En la madurez, la tasa de interés silenciosamente socava la tasa de ganancia. En otras palabras, la tasa de ganancia crece dramáticamente al principio y en medio de la expansión, declinando enseguida.”<sup>10</sup>

---

<sup>8</sup> “These are *the formal possibilities* of crisis. The form mentioned first [SCP-through-MMC] is possible without the latter - that is to say, crises are possible without credit, without money functioning as a means of payment. But the second form [SCP-through-MMP] is not possible *without the first* - that is to say, without the separation between purchase and sale. But in the latter case, the crisis occurs not only because the commodity is unsaleable, but because it is not saleable within a *particular period of time*, and the crisis arises and derives its character not only from the *unsaleability* of the commodity, but from the *non-fulfillment of a whole series of payments* which depend on the sale of this particular commodity within this particular period of time. This is the *characteristic form of money crisis*.” Marx Karl. Theories of surplus value T. II, 514, citado por Crotty, 1985

<sup>9</sup> “From his analysis of capitalist production Marx develops the familiar tendencies of the rate of profit to alternately rise and fall over time, tendencies that help generate the unstable growth pattern characteristic of capitalist economies. This analysis is fundamentally incomplete, however, because conditions in the sphere of circulation in any era codetermine the vigor of accumulation, the degree and character of the vulnerability of accumulation to adverse financial or nonfinancial developments, the timing of the onset of crisis, and the depth and duration of contraction. Indeed, in the absence of an analysis of circulation it is not clear why a fall in the rate of profit should lead to crisis at all; a lower but positive rate of growth is a more logical outcome of a decline in the profit rate taking only production relations into consideration. Marx’s views on accumulation and crisis are neither complete nor compelling unless understood as the unity of circulation and production.” (Crotty, 1985, 4)

<sup>10</sup> “The critical step in this regard is the recognition that the trend or average gross rate of profit in any historical period is the center of gravity around which the contract-credit system develops. On the one hand, the average rate of profit is a codeterminant of the structure of relative prices which, in turn, influence the structure of contractual relations. More important, as accumulation proceeds the trend gross profit rate acts as a magnet attracting the rate of interest. In the early expansion the gross rate of profit rises while the interest rate remains stable, opening up a gap between them which fuels the investment boom. As the gross profit rate peaks, however, the interest rate rises to narrow that gap; the interest rate is both pulled-up by the strong demand for loanable funds by businesses lusting to take maximum advantage of the high profits of the period, and pushed up by the increasing illiquidity of the economy. As the expansion matures, the interest rate creeps up on the gross profit rate. In other words, the net rate of profit rises dramatically in the early-to-mid-expansion and declines thereafter.” (Crotty, 1985, 29-30)

De esta forma, de acuerdo con Marx la ganancia, la tasa de interés, la extensión del crédito, la acumulación de capital, el incremento de la productividad y las crisis quedan íntimamente relacionadas. El incremento de la productividad física del trabajo, por cualquiera de los medios en que se realice (cambio tecnológico, alargamiento de la jornada, intensificación del ritmo de trabajo, abaratamiento del costo de reproducción del trabajo, etc.) eleva la tasa de ganancia e impulsa la acumulación de capital que busca aprovechar oportunidades de inversión rentable. Las bajas tasas de interés facilitan este proceso de acumulación<sup>11</sup>. Pero, como la tasa de utilidad se calcula sobre el capital total, la adición neta de capital reduce la tasa de ganancia. Así –dice Marx-, el verdadero límite de la acumulación capitalista es el mismo capital. El auge conduce a la sobreacumulación de capital que se expresa como superproducción de mercancías sin que esto implique adición equivalente de demanda. El resultado es capacidad ociosa. El “nuevo capital” consigue un lugar en el mercado a costa del “capital antiguo”. Una parte del capital “antiguo” quedará condenado a la ociosidad y será desvalorizado. Por supuesto que esto no se puede dar sin lucha: “la cuota de ganancia no disminuirá sin competencia por el mero hecho de la superproducción de capital, sino a la inversa: la lucha de la concurrencia se desatará ahora, pues la baja de la cuota de ganancia y la superproducción de capital obedecen a las mismas causas. El capital “antiguo” podrá disminuir su capacidad utilizada para no depreciar por si mismo su capital original o podrá, en su lugar, elevarla momentáneamente al máximo para desplazar a los “nuevos” capitales intrusos. El “nuevo” capital –suponiendo que tiene mejor tecnología o alguna ventaja competitiva -, utilizará esa ventaja para dejar fuera del mercado a alguna parte del “antiguo” capital. De cualquier manera, “aunque el botín se distribuye colectivamente, en proporción a la cuantía de la parte aportada al negocio por cada cual”, existirá una lucha para que las pérdidas se queden en los demás.<sup>12</sup>

Por eso

“En tiempos de presión, cuando el crédito se contrae, el dinero confronta a las mercancías como el único medio de pago y la verdadera existencia de valor. De aquí la devaluación general de las mercancías y la dificultad o aún, imposibilidad de transformarlas en dinero... El valor de las mercancías es entonces sacrificado para asegurar la ‘fantástica’ y autónoma existencia de su valor monetario... Esto explica porqué tantos millones de valor en mercancías tienen que ser

---

<sup>11</sup> “el bajo nivel de interés corresponde a los períodos de prosperidad o de ganancias extraordinarias y que el tipo máximo de interés, hasta llegar a un nivel usurario, se da en los períodos de crisis” (Marx, 1894, 346)

<sup>12</sup> Marx Carlos. El Capital T. III. FCE. 1975. pp. 249-251 No es objetivo de este análisis desarrollar todas las formas simultáneas en que opera el proceso de la crisis capitalista (sobreproducción, subconsumo, desequilibrio entre sectores, etc...) por lo que solamente se consideran los procesos que parecen relevantes para el desenlace del ataque especulativo.

sacrificados por unos pocos millones en dinero. Esto es inevitable en la producción capitalista y forma parte de sus particulares encantos.”<sup>13</sup>

En el mundo capitalista la "ilusión" no es en el sentido concreto de valores, sino en el sentido de "enajenación" que rige la acción humana. El valor monetario fetichizado, el *precio esperado de realización* es la base de 'estimación' de la riqueza, por eso no se renuncia jamás al valor esperado, incluso hasta que es imposible su recuperación. El movimiento cíclico que incluye las etapas de "quietud, creciente animación, prosperidad, superproducción, crack, estancamiento, estabilización, etc..." (Marx, 1894, 346) constituye la forma de vida del capital. Las crisis económicas y financieras son inevitables y recurrentes y constituyen el acicate para impulsar permanentes "revoluciones de valor".

La explicación es simple: durante la crisis, la demanda generalizada de dinero eleva la tasa de interés lo que profundiza la crisis elevando los costos y racionando el financiamiento; esto lleva a la quiebra a un gran número de empresas. La liquidación generalizada deprime los precios de los activos, permitiendo a unos cuantos una acumulación extraordinaria al tiempo que opera una destrucción masiva de capital. Se concreta con ello el sueño dorado de los capitalistas, apoderarse a precio de remate, de la riqueza social, sin el menor esfuerzo. En un plazo determinado, estos procesos se agotan y se inicia la reactivación de los mercados comenzando otro período de ascenso. El proceso que lleva a la crisis es alentado, conducido y aprovechado por agentes individualmente conscientes e intencionales (especuladores), aunque el resultado depende de fuerzas sociales que el capitalista individual no puede controlar. El ataque especulativo, en este contexto, es solo uno más de los mecanismos que utiliza el capital para obtener utilidades y, aunque se hace evidente en los períodos de crisis, debido a la agudización de la competencia entre los capitales, ocurre permanentemente en cualquier etapa del ciclo.

Después de Marx se han realizado diversas aportaciones entre teóricos marxistas intentando actualizar la teoría a los cambios que se han registrado tanto en la dinámica general del sistema capitalista, como respecto al papel del sistema financiero. Resalta entre ellas el análisis que

---

<sup>13</sup> "In former modes of production, this does not happen, because given the narrow basis on which these move, neither credit nor credit money is able to develop. As long as the social character of labour appears as the monetary existence of commodity and hence as a thing outside actual production, monetary crises, independent of real crises or as an intensification of them, are unavoidable." (Crotty, 1985, 32)

realiza Rudolph Hilferding sobre la transformación del 'capital a crédito' al 'capital ficticio' analizado bajo el concepto de "capital financiero".

Hilferding intentó seguir el esquema analítico de Marx, partiendo del análisis del dinero: “1) Necesidad del dinero; 2) el dinero en el proceso de circulación; 3) el dinero como medio de pago, la moneda de crédito. [ocupándose] de la moneda inconvertible y del crédito, formas contemporáneas de la moneda...” (De Brunhoff, 1975, 19) Analizó también la movilización del capital ficticio a través de la Sociedad por acciones y la Bolsa de Valores intentando una síntesis de los impactos que dicho capital tiene en la nivelación de la cuota media de ganancia y en el ciclo económico.

Su análisis aborda también el plano histórico y político:

“El capital financiero significa la unificación del capital. Los antiguos sectores separados del capital industrial, comercial y bancario se hallan ahora bajo la dirección común de la alta finanza, en la que están personalmente involucrados los señores de la industria y de los bancos. Esta unión tiene como base la eliminación de la libre competencia capitalista individual por las grandes uniones monopólicas. Con ello cambia incluso la naturaleza de la relación de la clase capitalista con el Estado” (Hilferding, 1971, 337).

El capital financiero así constituido como la fusión de los grandes monopolios (cartels y trusts) industriales y bancarios capaces de “redefinir” su relación con el Estado, modifican también el espacio económico: “el libre cambio que uniría a todo el mercado mundial en un área económica única garantizaría la mayor productividad del trabajo y la división internacional del trabajo más racional” (Hilferding, 1971, 349); tropieza con las “ventajas comparativas” de los capitales nacionales mejor integrados a sus mercados locales por sus redes constituidas, menores costos de distribución, etc... Ventajas que deben ser barridas en beneficio de la integración del mercado mundial. Mientras más se estrecha el espacio económico de los países de avanzada, mayor es su ímpetu librecambista para colocar sus productos fuera de sus fronteras; pero el rasgo novedoso del capital financiero es ahora la exportación de capitales, sea mediante fusiones, adquisiciones o crédito externo; las Bolsas de Valores encuentran su vocación “globalizadora”.

Por supuesto, el capital que se exporta reclama un beneficio que debe retornar prontamente a su país, así, la exportación de capital se convierte en el medio “para la compensación de las tasas

nacionales de beneficio. El nivel de beneficio -señala Hilferding siguiendo a Marx-, depende de la composición orgánica del capital, esto es, del nivel de desarrollo capitalista. Cuanto más avanzado sea éste, (...) más baja será la tasa general de beneficios. (...) el tipo de interés, es mucho mayor en los países con escaso desarrollo capitalista y una organización bancaria y crediticia deficientes” (Hilferding, 1971, 354-355)

Los capitales obtienen mejores ganancias en los países más atrasados, de ahí el renovado auge del colonialismo. Pero la competencia entre capitales por sus áreas de influencia se exagera, el capitalismo abandona entonces sus “ideales librecambistas” de compartir el progreso y la libertad al “resto del mundo”:

“El capital financiero no quiere libertad, sino dominio; no le gusta la independencia del capitalista individual, sino que exige más bien su sujeción; detesta la anarquía de la competencia y aspira a la organización, ciertamente sólo para reanudar la competencia a un nivel más alto. A fin de lograrlo, y... acrecentar su poder, necesita que el Estado garantice el mercado nacional mediante protección y facilite, ... la conquista de mercados exteriores. Necesita un Estado políticamente poderoso que no tenga necesidad de guardar consideraciones a los intereses opuestos de otros Estados... Necesita un Estado fuerte que reconozca los intereses del capital financiero en el exterior y use ese poder político para arrancar tratados ventajosos a los Estados más pequeños” (Hilferding, 1971, 378)

El monopolio financiero reclama supremacía sobre sus competidores y mueve los hilos sociológicos para fortalecer la ideología nacionalista. “¡Que ilusión la de creer en la armonía de intereses, en un mundo de lucha capitalista donde sólo se decide la superioridad de las armas!” (Hilferding, 1971, 380)

Existen muchas otras aportaciones que, desde diversas perspectivas han intentado seguir el análisis marxista, destacan entre ellas los trabajos de Grossmann (1929), Dobb (1937), Sweezy (1942), Mattick (1969), Rosdolsky (1968), Shaikh (1978, 1983, 1990), Weeks (1979, 1981), Foley (1986), Moseley (1988, 1992), Fine (1979), Duménil y Lévy (1993) y Crotty (2000).

Aunque las propuestas siguen generando polémica, se puede concluir como señala James Crotty, que las crisis son resultado del enfrentamiento de fuerzas nacionales e internacionales por una parte, y de un conflicto interno de clases, por la otra<sup>14</sup>. Fuerzas que se hacen

---

<sup>14</sup> “Our central point is that the essence of the current crisis is its inherent structural complexity; it cannot be reduced to a single mechanism operating at a single behavioral level, but involves instead a series of interlinked conflicts operating at several levels simultaneously.

particularmente destructivas con la liberalización de los mercados de capitales. Con ello: “El sistema se quiebra a tantos niveles que un estudio serio de la complejidad estructural del conflicto global, debe incluir propuestas para cambios políticos e institucionales que solucionen los muchos problemas creados por la crisis.”<sup>15</sup>

## 2.2. El enfoque keynesiano

John M. Keynes es sin duda el autor más relevante que analizó los procesos especulativos del capital financiero y el papel de la especulación en la crisis de 1929. En su “Teoría General” publicada en 1936, señala que las decisiones sobre la producción e inversión futura están determinadas por las “expectativas presentes”, que son tomadas considerando el equipo (inversión) actual.<sup>16</sup> Sin embargo, las “expectativas” de las que dependen las decisiones de negocios, se dividen en dos grupos: las primeras son tomadas considerando el flujo neto descontado de los rendimientos futuros de la inversión durante todo el período de vida del proyecto; las segundas, con base al posible cambio de “expectativas” que afecta las bases de valoración de la inversión realizada.<sup>17</sup>

“Las consideraciones en que se basan las expectativas sobre los rendimientos probables son, por una parte, los hechos que podemos dar por conocidos con más o menos certeza y, por otra, los acontecimientos futuros que sólo pueden preverse con relativa seguridad. (...) El estado de expectativa a largo plazo que sirve de base a nuestras decisiones, depende, por tanto, no sólo de los pronósticos más probables que podamos realizar, sino también de la confianza con que

---

Understandably, most analysts have focused on one or the other contributing causes in this crisis. Some have tried to identify a flawed microfoundational mechanism of the “Asian model”—for example, Krugman’s (1998) model of perverse borrower-lender relations due to unwise government guarantees. Others have emphasized national policy mistakes—for example, Grabel’s (1998) argument that overreliance on hard-currency foreign loans without controls over portfolio investment flows triggered many recent financial crises. Still others have emphasized flaws in the structure of international markets – for example, Paul Davidson’s (1998) view that the Asian crisis reflects liquidity-shortage chickens coming home to roost in the post-Bretton Woods world.” (Crotty, 2000, 1-2)

<sup>15</sup> “We find much to agree with in these works. But we do not think the crisis in its current form could have resulted only from problematic microeconomic design, flawed national strategy, or a perverse international environment. Rather, the current crisis has arisen simultaneously as a conflict between international and national forces, on one hand, and as localized struggles between capital and labor, on the other.

The crisis is thus inherently international, national, and class-based all at once. In our view, no single behavioral cause or design flaw can be identified as having nudged the End-of-History ship toward the iceberg. Instead, this crisis has arisen due to long-term contradictions embedded in the structures and policies of the global Neoliberal regime, political and economic contradictions internal to affected Asian nations, and the destructive short-term dynamics of liberalized global financial markets. The system is broken at so many levels that serious study of the structured complexity of global conflict must precede proposals for institutional and policy change designed to solve the many problems created by the crisis.” (Crotty, 2000, 2)

<sup>16</sup> “...las expectativas pasadas que todavía no se han desarrollado están incorporadas en el equipo actual de producción, con referencia al cual el empresario tiene que tomar sus decisiones presentes...” (...) “ De manera que el mecanismo económico está ocupado en todo tiempo con cierto número de actividades que se traslapan y cuya existencia se debe a varias situaciones pasadas de expectativas.” (keynes, 1936, 53)

<sup>17</sup> “Entre las máximas de la finanza ortodoxa, ninguna, seguramente, es más antisocial que el fetiche de la liquidez, la doctrina según la cual es una virtud positiva de las instituciones de inversión concentrar sus recursos en la posesión de valores ‘líquidos’. Olvida que las inversiones no pueden ser líquidas para la comunidad como un todo. La finalidad social de la inversión realizada con conocimiento de causa debería ser el dominio de las fuerzas negativas del tiempo y la ignorancia que rodean nuestro futuro.” (Keynes, 1936, 142)

hagamos la previsión... Si esperamos grandes modificaciones, pero estamos muy inseguros sobre la forma precisa en que ocurrirán, entonces nuestra confianza es débil.”(keynes, 1936,135-136)

El “estado de confianza” –señala Keynes-, influye a través de su efecto sobre la “eficiencia marginal del capital” que es igual que la curva de demanda de inversión (keynes, 1936,136).

Un cambio de noticias que afecte las expectativas, influye y afecta de manera diferente a los distintos individuos, lo que da lugar al aumento de la actividad de negocios en el mercado de valores, esta actividad no solamente influye sobre la tasa de interés, sino que también da origen a “expectativas cambiantes relativas a la política futura del banco central o del gobierno.” (keynes, 1936,178) En realidad “en cualquier estado de expectativas, una baja de la tasa de interés irá acompañada de un aumento en la demanda de dinero para fines de especulación.” (keynes, 1936,181)

De esta forma, el cambio en las expectativas provoca una modificación en la eficiencia marginal del capital que altera la demanda de inversión y, consecuentemente, la preferencia por liquidez. Esto último implica una redistribución de la demanda de dinero para fines de previsión y transacción  $M_1$ , y para fines de especulación  $M_2$ . Y, puesto que  $M_1$  es endógena al sistema económico (es creado por el nivel de actividad), los excesos en la oferta total de dinero  $M$  (sean originados por la intervención de las autoridades monetarias o por cualquiera otra causa) se destinan a fines especulativos, es decir, cualquier dinero excedente a las necesidades de consumo y transacciones de las empresas, buscará salida en la compra de valores (keynes, 1936,180), hasta que la reducción en la tasa de interés permita un nuevo equilibrio. Se concluye así, que existe “... una curva continua que relaciona los cambios en la demanda de dinero para satisfacer el motivo especulación con los que ocurren en la tasa de interés, debido a modificaciones en los precios de los títulos y deudas de diversos vencimientos. En realidad, si esto no fuera así, las ‘operaciones de mercado abierto’ serían impracticables” (keynes, 1936,177)

El “estado de confianza” permite, entonces, las condiciones necesarias para que las decisiones de inversión sean de largo plazo. El problema, -señala Keynes- es que el desarrollo de los mercados organizados de capital hace que las decisiones de inversión no sean irrevocables, ya que la cotización de las empresas en Bolsa permite que sus activos se revalúen cada día,

provocando que éstas se rijan “por el promedio de las expectativas de quienes trafican en la Bolsa de Valores, (...) más que por las expectativas genuinas del empresario profesional” (keynes, 1936,138); “las inversiones que son ‘fijas’ para la comunidad se vuelven ‘líquidas’ para el individuo” (keynes, 1936,140).

Con ello Keynes define el concepto de “especulación” como *la toma de decisiones de negocios que prevé la psicología de mercado* en vez de ocuparse de “*prever los rendimientos probables de los bienes por todo el tiempo que duren...*” (keynes, 1936,144), es decir, los especuladores invierten para obtener utilidad inmediata, no para resolver o atender ninguna necesidad social. Por ello -dice Keynes-, “Los especuladores pueden no hacer daño cuando son solo burbujas en una corriente firme de espíritu de empresa; pero la situación es seria cuando la empresa se convierte en burbuja dentro de una vorágine de especulación. Cuando el desarrollo del capital en un país se convierte en subproducto de las actividades propias de un casino, es probable que aquel se realice mal.” (keynes, 1936,145)

El efecto es grave:

“Las fluctuaciones diarias de las ganancias de las inversiones existentes, que son a todas luces de carácter efímero y poco importante, tienden en conjunto a tener una influencia excesiva y aún absurda sobre el mercado” (keynes, 1936,145), más aún, “una valoración convencional que se establece como resultado de la psicología de masa de gran número de individuos ignorantes esta sujeta a modificaciones violentas debidas a un cambio violento de opinión, debido a factores que en realidad no significan gran cosa para el rendimiento probable (...) En tiempos anormales, particularmente cuando la hipótesis de una continuación indefinida del estado actual de los negocios es menos probable que de ordinario, aún cuando no existan motivos expresos para anticipar un cambio definido, el mercado estará sujeto a oleadas de sentimientos optimistas o pesimistas, que son irrazonables y sin embargo legítimos...” (keynes, 1936,141)

Lo malo es que en esa pasarela de casino, incluso los empresarios profesionales se ven motivados a observar y anticiparse en el juego. Así,

“El objeto real y particular de la mayor parte de las inversiones de los expertos (...), es ‘ganar la delantera’; ser más listo que el vulgo, y encajar la moneda falsa o que se está depreciando a otra persona. Esta batalla de viveza de prever las bases de la valoración convencional con unos cuantos meses de antelación, más bien que el rendimiento probable de una inversión durante años, ni siquiera necesita corderos entre el público para saciar las fauces de los lobos profesionales: estos últimos pueden jugar entre sí. (...) Hemos alcanzado -concluye- el tercer grado en el que dedicamos nuestra inteligencia a anticipar lo que la opinión promedio espera que



sea la opinión promedio. Y existen algunos, según creo, que practican los grados cuarto, quinto y otros superiores.” (keynes, 1936,142-143)<sup>18</sup>

La situación se complica aún más cuando observamos no solamente al inversionista de largo plazo o al especulador de corto plazo, sino también el impacto sobre las instituciones de crédito, “la confianza de las instituciones”, porque “mientras el debilitamiento de cualquiera de los dos –agentes e instituciones- es suficiente para ocasionar una baja violenta, la recuperación necesita que ambos revivan; porque mientras el debilitamiento del crédito es suficiente para ocasionar una postración, su fortalecimiento, aunque es requisito previo de la recuperación, no basta” (keynes, 1936,144)

Para solucionar estos problemas, Keynes propone que:

“La implantación de un impuesto fuerte sobre todas las operaciones de compraventa [En el mercado de valores] podría ser la mejor reforma disponible con el objeto de mitigar (...) el predominio de la especulación sobre la empresa. Este espectáculo de los mercados de inversión modernos –continúa- me ha llevado algunas veces a concluir que la compra de una inversión deber ser permanente e indisoluble, como el matrimonio, excepto por motivo de muerte o de otra causa grave, y esto será un remedio útil para nuestros males contemporáneos; porque tal cosa forzaría a los inversionistas a dirigir su atención solamente a las oportunidades de largo plazo...” (keynes, 1936,146)<sup>19</sup>

Aunque acepta que el dilema es que los mercados líquidos de capital son la única forma de garantizar la corriente de inversión.

### **2.3. El enfoque heterodoxo de los historiadores**

Joseph Kindleberger presenta una apreciación de las fuerzas psicológicas que influyen los mercados especulativos. En su famoso trabajo sobre las “Manías, Pánicos y Crisis” publicado en 1978, señala que “el exceso especulativo al que nos referiremos de forma concisa como manía, y la revulsión a este exceso en la forma de crisis, crac o pánico demuestra ser, si no inevitable, al menos, históricamente común.” Se pregunta entonces si “¿Los mercados son tan

---

<sup>18</sup> Es importante resaltar cómo en éstos ejemplos de juegos y pasarelas de casino, las ‘expectativas adaptativas’ de Keynes, nacen preñadas de ‘expectativas racionales’. “Son los signos de los tiempos” diría Marx.

<sup>19</sup> Se puede observar en estas citas las raíces de las “modernas” propuestas de regulación y control de los flujos de capital e incluso la propuesta de un impuesto del tipo Tobin. En realidad estas propuestas son mucho más antiguas y se aprecian ya con toda claridad en la pugna entre la escuela bancaria y la corriente monetaria.

racionales como para que las manías (irracionales por definición) no puedan tener lugar?<sup>20</sup> -y si aparecen, -continúa-, ¿se debería permitir que siguieran su curso sin interferencia gubernamental o de cualquier otra autoridad aún a riesgo de que pudiera originarse una crisis financiera o incluso un pánico que pudiera extenderse... a otros mercados financieros nacionales o posiblemente exteriores? ¿tiene que jugar un papel benéfico el <<prestamista de último recurso>> que acude al rescate y proporciona estabilidad al bien público que el mercado privado es incapaz de ofrecer por sí mismo? Y si los servicios de un prestamista de último recurso se ofrecen a nivel nacional, por el gobierno o por instituciones oficiales tales como un banco central, ¿qué agencia o agencias pueden dar estabilidad al sistema internacional para el cual no existe gobierno alguno?”(Kindleberger, 1978,20)

Rechaza -enseguida- el punto de vista monetarista de “que la manía y el pánico se evitarían si la oferta monetaria se estabilizara en una cantidad fija o en un nivel de crecimiento regular” (Kindleberger, 1978,21), haciendo énfasis en “la dificultad de lograr que el mecanismo monetario funcione bien en cualquier momento y en la imposibilidad de conseguir que se mantenga así”; recuerda entonces que “los monetaristas modernos insisten en que la mayoría, o quizá todas, las dificultades cíclicas del pasado son consecuencia de errores de comprensión. -y les responde que- (...) "incluso cuando la oferta monetaria se ajustaba perfectamente a las necesidades de una economía y se evitaban los errores, el mecanismo monetario no funcionaba bien durante demasiado tiempo. Cuando el gobierno produce una cantidad determinada del bien público que es el dinero, el público procederá a fabricar más, del mismo modo que los abogados encuentran nuevas escapatorias en las leyes fiscales tan pronto como la legislación deroga las viejas. La evolución del dinero desde las monedas hasta llegar a los billetes, las letras de cambio, los depósitos bancarios, los efectos financieros, etc... ilustra este punto. La escuela monetarista puede estar en lo cierto sobre la necesidad de una oferta monetaria fija, pero se equivoca en cuanto a la posibilidad de alcanzarla.” (Kindleberger, 1978,26)

Adopta entonces el modelo de Minsky coincidiendo “en la fragilidad del sistema monetario y su propensión al desastre”.

---

<sup>20</sup> “La teoría de las expectativas racionales supone que las expectativas se ajustan a los acontecimientos mediante la aplicación de algún modelo económico ampliamente extendido; esto implica que las expectativas cambian de forma más o menos instantánea en respuesta a algún suceso discreto. No es esta la manera como se da en la historia financiera. Las expectativas en el mundo real pueden cambiar lenta o rápidamente y diversos grupos pueden percatarse (...) de que el futuro será diferente del pasado.” (Kindleberger 1978. 133)

“Según Minsky –recuerda-, los sucesos que conducen a la crisis se inician con un <<desplazamiento>>, algún tipo de shock exógeno o externo que sacude al sistema macroeconómico. La naturaleza de este desplazamiento varía según el auge especulativo. Puede tratarse del estallido o el fin de una guerra, una cosecha abundante o su fracaso, la adopción general de un invento de efectos penetrantes (...), algún acontecimiento político o un éxito financiero sorprendente, o una conversión de deuda que hace bajar precipitadamente los tipos de interés. Pero cualquiera que sea la fuente del desplazamiento, si es lo bastante amplia y penetrante, alterará el panorama económico, cambiando la oportunidad de beneficio, al menos, en un sector importante de la economía. El desplazamiento ofrece oportunidades para obtener beneficio en algunas líneas nuevas o ya existentes y cierra otras. Como resultado, las firmas comerciales y particulares que tienen ahorros o crédito pretenden aprovecharse de lo primero y retirarse de lo último. Si las oportunidades nuevas dominan a las que pierden, la inversión y la producción se recuperan. Se ha iniciado un auge.<sup>21</sup> (...) el auge se nutre de la expansión del crédito bancario, que amplía la oferta monetaria total. (...) El crédito bancario es, o al menos ha sido, notoriamente inestable, y el modelo de Minsky descansa firmemente sobre este hecho. (...) En un sistema bancario determinado y en un momento concreto, los medios monetarios de pago podían ampliarse no sólo en el marco del sistema bancario existente, sino también a través de la formación de nuevos bancos, del desarrollo de nuevos instrumentos de crédito y de la expansión del crédito personal fuera de los bancos. Las cuestiones cruciales de la política se vuelcan en la forma de controlar estas vías de expansión monetaria. Pero incluso en el caso de que se corrigiese la inestabilidad de los bancos viejos y la de los potencialmente nuevos, la inestabilidad del crédito personal continuaría ofreciendo medios de pago para financiar el auge si se les ofrecen estímulos lo suficientemente atractivos.” (Kindleberger, 1978,34-35)

“Al cabo de un tiempo, la demanda incrementada presiona contra la capacidad de producción de bienes y contra la oferta de los activos financieros existentes. Los precios aumentan, dando origen a nuevas oportunidades de beneficio y atrayendo a más compañías e inversores. Se desarrolla una retroalimentación positiva, al tiempo que la nueva inversión conduce al incremento de la renta que estimula mayores inversiones e incrementos de rentas. En este punto, podemos encontrar lo que Minsky denomina “euforia”. A la especulación para lograr aumentos de precio se añade a la inversión para aumentar la producción y la venta. Si este proceso cobra fuerza, el resultado es (...) lo que Adam Smith y sus coetáneos llamaron sobre negociación. Pero la sobre negociación no es, ni mucho menos, un concepto claro. Puede suponer pura especulación para lograr un aumento de precios, una sobrevaloración de los futuros beneficios o un apalancamiento excesivo. Naturalmente, la pura especulación implica la compra para la reventa (...) La sobrevaloración de los beneficios procede de la euforia, afecta a las compañías involucradas en los procesos de producción y distribución y no requiere ningún tipo de explicación. El apalancamiento excesivo nace de las necesidades de disponer efectivo (...) Esto significa comprar sin desembolsar (...) en circunstancias en que se puede vender el activo y transferir con él la obligación de efectuar futuros pagos. A medida que las compañías o las familias ven a otros obtener copiosos beneficios, fruto de compras y reventas especulativas, tienden a hacer lo propio: las ovejas siguen al rebaño. (...) En la última etapa, la especulación tiende a separarse de los objetos realmente valiosos y se vuelve a los ilusorios. Un número creciente de personas pretende enriquecerse sin una verdadera comprensión de los procesos en los que se hallan inmersas. No es de extrañar que se multipliquen los timadores y los esquemas fáciles. (...) En un momento dado, *unas cuantas personas involucradas en el proceso* deciden obtener un beneficio y venden todo. En el mercado reina la vacilación, ya que los neófitos en la especulación resultan equilibrados por los inicialmente involucrados que se retiran. Los precios comienzan a estabilizarse. A continuación, puede producirse un inquietante período de <<depresión financiera>>. (...) Es el momento de retirarse. La carrera por deshacerse de los activos inmobiliarios o financieros y obtener dinero puede convertirse en una estampida. En cualquier caso, la fiebre está en marcha. Los precios bajan. Las

---

<sup>21</sup> En realidad la idea central expuesta es de Schumpeter, aunque no utiliza el término de “desplazamiento”, sino el de “cambio tecnológico”. Su trabajo tiene un desarrollo interesante en los noventa, por Carlota Pérez

bancarrotas se multiplican. La liquidación se produce, a veces, de forma ordenada, pero, con mayor frecuencia, degenera en pánico a medida que se extiende la conciencia de que sólo existe una determinada cantidad de dinero, pero no lo suficiente como para que todo el mundo pueda venderlo todo al precio más alto. El término que define esta etapa (que tampoco procede de Minsky) es *revulsión*. La revulsión contra los bienes o títulos bursátiles conduce a los bancos al cese de la concesión de préstamos respaldados por este tipo de activos. (...) El pánico se autoalimenta del mismo modo que sucedía con la especulación, hasta que ocurren una o más de tres cosas: 1) los precios descienden hasta el nivel en que la gente se siente nuevamente tentada a retroceder hacia los activos menos líquidos; 2) la actividad comercial se corta estableciendo unos límites al descenso de los precios, suprimiendo los cambios o suprimiendo las negociaciones; o 3) un prestamista de último recurso logra convencer al mercado de que habrá dinero disponible en la cantidad suficiente para hacer frente a la demanda de efectivo.” (Kindleberger, 1978,35-39)

Kindleberger concluye así, que “el patrón básico de desplazamiento, sobre negociación, expansión monetaria, revulsión y des-crédito, generalizado en términos modernos por el uso del modelo de Minsky, describe la naturaleza de la economía capitalista lo bastante bien como para atraer nuestra atención hacia los problemas cruciales de la política económica.” (Kindleberger, 1978,40) Por lo que rechaza tanto el punto de vista de que “cada crisis es única”<sup>22</sup>, como la idea de que las crisis “deberían dividirse en clases calificadas de comercial, industrial, monetaria, bancaria, financiera, etc.”

De cualquier forma, el aspecto relevante ante la inmensa experiencia histórica que ofrecen las crisis y las diversas respuestas institucionales para resolverlas y controlarlas, surge la pregunta de que si “¿es posible anticiparse a una crisis financiera con una estricta regulación y supervisión?. Algunas autoridades defienden esta opinión. Con toda seguridad, otros recomiendan lo contrario: la desregulación. [Sin embargo es aceptado que] La mayor parte de las normas para la banca solvente ya están incorporadas a las normativas o están implícitas en la tradición bancaria. [pero] Muchos de los bancos reguladores ignoran las reglas. Se supone que los bancos practican el *mark to market*<sup>23</sup>, es decir, valoran sus préstamos e inversiones cada día (semana o mes), no al precio de coste, sino al precio que se realizarían si se vendieran en el mercado.” (Kindleberger, 1978,205) Y cuando de ello resulta un respaldo insuficiente, debe aumentarse el capital o cerrarse, lo cual obviamente no ocurre. Los requisitos de capital como porcentaje de los activos, también son estrechamente vigilados, sin embargo una buena parte de

---

<sup>22</sup> “Las características individuales de cualquier crisis difieren de las de las demás: la naturaleza del desplazamiento, el objeto u objetos de la especulación, la forma de expansión del crédito, la ingenuidad de los estafadores, la naturaleza del incidente que desencadena la revulsión. Sin embargo, haciendo uso de una frase francesa, cuanto más cambia una cosa, menos parece alterarse. Los detalles proliferan; las estructuras permanecen. Nuestro interés... se centra en las estructuras...” (Kindleberger, 1978, 40)

<sup>23</sup> 'marking to market' Es el sistema de información de las Cámaras de Compensación que les permite tener al final de cada día los importes negociados, precios, ganancias y pérdidas de los distintos operadores, lo que facilita la aplicación de controles o soportes, para evitar problemas en el sistema financiero.

las operaciones de la banca moderna son los llamados 'off-balance sheet'.<sup>24</sup> Y aún la homogeneización de la regulación mundial, parece siempre insuficiente. La conclusión de Kindleberger es consecuentemente pesimista: *El sistema financiero tiene una permanente propensión al desastre.*

Susan Strange va un poco más adelante, para ella las crisis son resultado de la acción especulativa de los agentes financieros que buscan permanentemente aprovechar las fallas de regulación y control en el sistema para obtener ganancia<sup>25</sup>. Sus trabajos principales sobre el problema de las crisis y los mecanismos de especulación, "Casino Capitalism" (1986) y "Mad Money" (1998), presentan una abundante documentación sobre las innovaciones en los mercados financieros que dieron origen a sucesivas crisis a partir de los setenta; resalta con ello la falta de atención que se concedió a las transformaciones en el sistema financiero y al impacto de las nuevas prácticas e instrumentos, las cuales -afirma-, tienen su propia trayectoria.

Su planteamiento fundamental es que la ola de crisis financieras que se registraron a partir de la década de los ochenta tuvo su origen y explicación en la innovación financiera que se registró simultáneamente al proceso de desregulación y de globalización del capital<sup>26</sup>, el cual, a nivel de los países centrales primero y más tarde en cada uno de los mercados emergentes, encontraron nuevas oportunidades para obtener beneficios como resultado del surgimiento de nuevos mercados e instrumentos. Las innovaciones que se originaron en los Estados Unidos, se exportaron al resto del mundo, junto con las prácticas especulativas que generaron y

---

<sup>24</sup> Son activos o pasivos negociados mediante contratos que de acuerdo a los "principios de contabilidad generalmente aceptados", no aparecen en los estados financieros, excepto como notas al pie y en consecuencia no se consideran en la estimación de índices de apalancamiento. Son ejemplos los swaps, futuros, opciones, repos, etc...

<sup>25</sup> "La combinación de mayores costos de inversión con la reducción del tiempo para la realización de beneficios derivados del producto o del proceso ha empujado a las empresas [financieras] a buscar mercados mayores de los que extraer la renta necesaria para amortizar aquellas deudas contraídas por inversión de capital." Esta es una fuerza más poderosa que la reducción de costos de transacción, abunda. También este proceso facilita la corrupción, "En cualquier caso... -señala- el permiso tácito o explícito de una o más autoridades políticas era una condición necesaria para el éxito en la introducción del producto, del servicio, del nuevo proceso o del nuevo jugador en los mercados." (Strange, 1998, 40-41) Más adelante concluye: "...queda claro que las historias de la innovación financiera no pueden ser contadas sólo desde la perspectiva de los operadores; su inventiva y sus capacidades les habrían generado pocos beneficios o pocos cambios para el sistema de no ser por la connivencia (conciente o inconciente) de la autoridad política. Desde el punto de vista del historiador, esto significa que los puntos críticos o de referencia en el sistema pueden ser tanto decisiones no tomadas y actuaciones malogradas como decisiones activas y concientes." (Strange, 1998, 51)

<sup>26</sup> "...una distinción comparable fue realizada por primera vez por un banquero japonés, Soichi Enkyo, del Banco de Tokio, al diferenciar entre cambio tecnológico (como el uso de ordenadores para mantener registros o realizar operaciones) y cambio financiero (como la creación de nuevos instrumentos crediticios o nuevas estructuras de mercado). Enkyo sostenía que las innovaciones financieras y las innovaciones tecnológicas iban juntas, y que la mayoría de ellas apareció primero en Estados Unidos, luego se extendió a Londres, y más tarde a Tokio. (Enkyo,1989)" (Strange, 1998,39). Carlota Pérez cita a Gerschenkron (1962) como uno de los precursores de esta interpretación.

aprovecharon las oportunidades que los nuevos mercados mal regulados y faltos de experiencia, les ofrecían para obtener beneficios extraordinarios.<sup>27</sup>

"Así -dice-, muchas de las innovaciones del período 1975-1995 fueron ideadas por empresarios financieros espabilados y ágiles a fin de sacar ventajas provechosas de las fisuras y resquicios del sistema regulador estadounidense. Pero las consecuencias no derivan tanto de las innovaciones como de los fracasos de los reguladores y de las legislaturas que establecieron inicialmente como normas con objeto de responder al cambio con la misma agilidad y despabilamiento." (Strange, 1998, 54)

El conflicto que subyace bajo la crisis y la especulación es, en consecuencia, la lucha entre la llamada innovación financiera y los mecanismos de control institucionales; conflicto que se complica con el desarrollo de las tecnologías de la información y la comunicación y con la expansión de los mercados financieros a nivel mundial (globalización). Estos dos últimos fenómenos permiten la aparición de un nuevo problema: la volatilidad del dinero.

De acuerdo con Mayer (1997), las tres principales innovaciones tecnológicas que afectan los mercados financieros fueron el chip, la tarjeta inteligente y la tecnología satelital, cada una de ellas permitió la expansión del crédito y la pérdida de control sobre la masa circulante. El dinero se convirtió en "dinero digital": "...el dinero ya no era más que datos alfanuméricos garantizados y anotados en papel y metal sin valor. Más tarde se convertiría en datos garantizados en forma de electrones y protones ordenados que se desplazarían por el mundo a la velocidad de la luz."<sup>28</sup> El desarrollo de internet más recientemente está creando una nueva paradoja en este sector.

El dinero digital potencia la capacidad de los especuladores y eleva el riesgo de crisis debido a la complejidad de su contabilización y control. Aumenta además la posibilidad de manejos efectivamente ilegales al posibilitar el blanqueo de enormes sumas de dinero procedentes del crimen organizado.<sup>29</sup> Y por supuesto, la respuesta de las instituciones es nuevamente la regulación y control; la tecnología se utiliza también para ello:

---

<sup>27</sup> "la revolución de la banca comenzó en Estados Unidos, pero no se paró ahí. Algunas de las cosas que las sociedades de valores habían hecho tan provechosamente en casa, pronto empezaron a hacerlas en el extranjero, primero en Londres, Luego en otros sitios. Y algunas cosas que no podían hacer en casa las hicieron en la city de Londres y después en otros sitios." (Stange, 1997,55)

<sup>28</sup> Dee Hock, jefe ejecutivo de Visa, 1968, citado en (strange, 1998, 37)

<sup>29</sup> De acuerdo con Strange basada en cifras de la ONU (1997) a los narcotraficantes se les atribuye la responsabilidad de menos de la mitad [del blanqueo de dinero], que se realiza a través de los bancos internacionales. El resto se atribuye a tráfico de armas, tráfico de ilegales, prostitución, 'cultivos tropicales', negocios fraudulentos, etc...

"Los Estados Unidos lideraron la vinculación entre los bancos y sus clientes con sistemas electrónicos de compensación de cheques. Otro sistema electrónico es el aplicado a los pagos interbancarios por Cámara de Compensación, CHIPS (Clearing House Interbank Payments System), que comenzó a ser utilizado con un rudimentario ordenador centralizado hacia principios de los años setenta. En 1995 lo que se desarrolló como sistema de compensación entre los bancos estadounidenses pasó a convertirse en el mayor sistema de compensación internacional, utilizado por 142 bancos nacionales y extranjeros para liquidar alrededor de 200,000 transacciones diarias valoradas en un total de 1.3 billones de dólares." (Strange, 1998, 37-38)

De todo ello, Susan Strange concluye que gracias a la tecnología "en la mayoría de las ocasiones se sabe cuándo los fondos extranjeros pasan de ser activos a largo plazo a ser activos más líquidos" por lo que es posible la acción preventiva de los gobiernos para evitar las crisis. La condición es que el apoyo internacional sea rápido y suficiente, procedente preferentemente de los gobiernos para evitar el riesgo de debilitar la banca privada y coordinado para dar apariencia de total unidad y determinación en el control de la crisis. (Strange 1998, 74-75)

Aunque no es un historiador sino un economista multimillonario acusado de provocar la devaluación de la libra y disparar la crisis de 1997 en Malasia y Thailandia George Soros ofrece una perspectiva mucho más activa en la interpretación de las crisis. Para él existen cinco fenómenos que amenazan la misma supervivencia del capitalismo: la desigual distribución de los beneficios de la globalización entre países y entre el capital industrial y financiero; la inestabilidad del sistema financiero; las tendencias monopólicas y oligopólicas; la ambigua posición del Estado y el problema de los nuevos valores y cohesión social. (Soros, 1998) Problemas todos que se articulan y reflejan en el mercado financiero el cual es inherentemente inestable.<sup>30</sup>

---

<sup>30</sup> "George Soros is not only one of the world's leading megalopoliarchs; throughout his entire life up to this day, he has served as an "errand boy" for the Anglo-American monetarist establishment, running looting operations against the nations of Eastern Europe, as well as attacks against the sovereignty of nations ... in September 1992, "in an eyeball-to-eyeball confrontation with the Bank of England," Soros destroyed the British pound and the Italian lira and made \$12 billion in profit from his speculation, as he later bragged in an interview. ... {p. 19} Using leveraged loans, Soros raised \$40 billion to outspend the Germans. How he was able to do this, remains a mystery: first, there was the fact that a speculator like Soros is able to borrow on a margin of 5%, borrowing \$1 billion for just \$50 million. Second, Soros had ties to those very British oligarchic circles (epitomized by the Rothschilds) which wanted to undermine the Bundesbank, at the same time that they considered the pound sterling to be overvalued. Third, Soros had extensive lines of highly leveraged credit with banks like Citibank N.A., which is one of two custodians of Quantum. And, fourth, U.S. intelligence sources charge that Soros has access to a "hot money" crowd in Israel, politically associated with the Eretz Yisroel goals of Gen. Ariel Sharon. These provide some leads as to how Soros was able to beat the Bundesbank and destroy the ERM." *Executive Intelligence Review* Special Report, April 1997.

Es ampliamente conocido el enfrentamiento entre Soros y el Dr. Mahathir, primer ministro de Malasia quien acusó a Soros de haber provocado la devaluación.

El esquema de Soros es simple: la apertura de los mercados financieros y su creciente movilidad, permite al capital financiero una prevalencia sobre el capital productivo; facilita la concentración de capitales en las metrópolis financieras y propicia un comportamiento de burbuja en el cual, durante los períodos de auge (boom) el capital fluye de los países hegemónicos hacia los de la periferia, revirtiéndose la tendencia en cuanto los mercados revientan. La creciente concentración del capital en un ambiente de completa movilidad y volatilidad conduce al monopolio el cual busca eliminar, cada vez más, las regulaciones y prevalecer en el mercado y la reacción regulatoria o intervencionista de los Estados se convierte en una tentación para alentar la formación de capital en los países menos desarrollados, promoviendo proyectos de crecimiento sustentados en esa falla de mercado. La percepción sociológica de los menos favorecidos se convierte en un problema creciente.

¿Qué se puede hacer para mantener estable al sistema financiero? -se pregunta-; probablemente nada -responde-. Los mercados financieros son comprendidos como procesos históricos y la historia nunca se repite. Los mercados no pueden corregir sus propios errores.<sup>31</sup> Por eso adopta una actitud activa en el más puro estilo hayeckiano, la especulación financiera no es solamente una forma de ganar dinero, es una forma de impulsar la 'sociedad abierta'; una arma para promover creencias personales y fines políticos.<sup>32</sup> El especulador es un agente económico consciente y activo<sup>33</sup>.

---

<sup>31</sup> "This cannot be answered in the abstract, because every situation is different. Financial markets are best understood as a historical process, and history never quite repeats itself. The recent turmoil in Asian markets raises difficult questions about currency pegs, asset bubbles, inadequate banking supervision, and the lack of financial information which cannot be ignored. Markets cannot be left to correct their own mistakes, because they are likely to overreact and to behave in an indiscriminate fashion." (Soros, 1998)

<sup>32</sup> Como señala Harish Mehta "The billionaire American investment banker George Soros has an agenda that goes beyond his plan to destabilise Asian countries by launching wave after wave of attacks on their currencies. The Hungarian-born Mr. Soros does not consider currency speculation as just another way of earning a few billion dollars. He views his war chest-worth between \$10 billion to \$12 billion - as a weapon to punish certain southeast Asian countries for supporting Myanmar (formerly Burma) and easing its entry into Asean in July over the objections of the United States and some European countries that believe the Myanmar junta should be isolated and pressured to improve its human rights record. Mr. Soros, too, would like to see the Yangon junta show some respect for democracy and the rights of its citizens.

A few days after the admission of Myanmar into Asean, the outspoken Malaysian Prime Minister, Dr. Mahathir Mohamed, blamed Mr. Soros as the mastermind behind the attacks on Asian currencies that had driven down their value. Dr. Mahathir became the first southeast Asian leader to not only come out and identify Mr. Soros but also indulge in some plain speaking, accusing Mr. Soros of using his financial clout to hurt southeast Asian countries for their decision to admit Myanmar. Mr. Soros denied the charges and, in contrite mode, sought a meeting with the Malaysian Prime Minister.

Mr. Soros' interests go far beyond the pecuniary. He harbours strong democratic beliefs which he promotes through his Open Society Foundation which lobbies for democracy in Myanmar. Soros officials make a distinction between the Soros Open Society Institute which funded the Myanmar project for the past three years in a bid to publicise human rights abuses there, and the Soros Fund Management investment group that controls Mr. Soros' wealth. But the dividing line between the two entities is blurred.

On the contentious issue of the admission of Myanmar into Asean, the views of the United States have not been "respected" by southeast Asian states, observers say. "Washington's biggest ally seems to be Soros," said one analyst.

The Thai baht, Malaysian ringgit, Philippine peso, and Indonesian rupiah were attacked two months ago by currency speculators and plunged in value. Asean countries now view the attacks on their currencies as the single most dangerous threat to their economic prosperity. But there is little they can do to stop Mr. Soros, who can choose a place and a time to launch an attack. Earlier assaults on the baht took place in forex markets in London, New York, Singapore, and Bangkok. The Thai central bank scrambled to obtain the assistance of monetary authorities in those countries, and did succeed in London and Singapore, but New York's financial authorities snubbed the Thais. The US, they said, is a free



## 2.4. La corriente evolucionista

Siguiendo la línea de las innovaciones tecnológicas estudiadas por Schumpeter (1961), la corriente de pensamiento evolucionista representada por Freeman, Soete y Rosenberg, entre otros, dio atención al impacto del cambio sobre la actividad económica y el ciclo largo, aunque no fue sino hasta la publicación de la obra de Carlota Pérez (2002) que se incluyó sistemáticamente el cambio tecnológico en el sector financiero como uno de los elementos de interpretación de las crisis.

Para Carlota Pérez las crisis financieras están indisolublemente ligadas al ciclo económico, al cual denomina "oleada de desarrollo"<sup>34</sup>. Su propuesta coincide con las interpretaciones de los historiadores antes reseñados en tanto que considera que el cambio tecnológico y la innovación financiera están ligados. Así, durante las etapas de irrupción y despliegue de un nuevo paradigma tecnológico, las finanzas viven su período más creativo buscando concentrar y canalizar los recursos necesarios para financiar el cambio. A medida que se instala la nueva tecnología y se desarrollan más *nuevos mercados* comienza la "euforia" y se disparan procesos especulativos cada vez más intensos; la creatividad financiera llega a su máximo y las altas tasas de beneficio que obtiene alentando burbujas especulativas, se convierten en una amenaza y un freno al desarrollo de la nueva tecnología. La innovación, la falta de regulación y la especulación terminan por conducir a la crisis. Pueden estallar una o varias crisis financieras antes de que la destrucción de enormes masas de capital ficticio (artificialmente creadas durante la euforia) y el desaliento de las inversiones financieras, quiebren las burbujas

---

economy and the authorities do not get involved in what is essentially a market-driven transaction." (George Soros' Private agenda, en <http://207.228.18.12/magazine/busibar.htm>)

<sup>33</sup> En su libro "La crisis del capitalismo global" Soros comenta el concepto de reflexividad. "Según este autor, el pensamiento de las personas desempeña un doble papel: es un reflejo de la realidad que intenta comprender (función cognitiva pasiva) y es un ingrediente en la configuración de los acontecimientos en los que esas personas participan (función cognitiva activa). Además, enfatiza el doble papel de actor y observador que tiene cada uno de los participantes en el fenómeno bursátil." Citado en (Sanchez, 2005, 79)

<sup>34</sup> Carlota Pérez utiliza el concepto de "oleada de desarrollo" para referirse al ciclo económico, el cual no solamente está determinado por factores económicos, sino también institucionales. En ese sentido sigue la tradición Kondratiev-Trotsky-Schumpeter-Sweezy-Baran-Dudjin, de diferenciarse del determinismo puramente económico expresado en los ciclos de negocios, para incorporar aspectos superestructurales en la explicación de los procesos económicos de largo plazo, utilizando distintos conceptos: ondas, épocas, etc. Particularmente Schumpeter, Sweezy y Dudjin recuperan, antes que Carlota, las ideas de Marx sobre la importancia de las innovaciones en la dinámica de la economía. Mandel (1972) por su parte, en su análisis del capitalismo tardío incluye al capital financiero como uno de los cuatro principales elementos que determinan la dinámica económica de largo plazo (composición orgánica, tasa de plusvalía, precios de materias primas y capital financiero). Otra aportación importante en este sentido es la de Gerard Destanne De Bernis (1987) cuya obra "...es muy importante no solamente por su ambicioso análisis global de las teorías y procesos de la economía mundial en la edición de 1987 de su tratado de las Relaciones económicas internacionales, donde procura analizar la estructuración de los sistemas de producción a nivel mundial, sistemas productivos estructurados en torno a una industrialización enfocada al comercio internacional, a la exportación de capitales, a la especulación financiera, a la existencia de una moneda dominante y donde pueden verse las contradicciones del proceso de acumulación que lleva a una crisis de los modos de regulación". (Citado en Dos Santos, Ponencia. "La economía mundial contemporánea. Balance y perspectivas")

especulativas y permitan el crecimiento basado en las tasas de ganancia ofrecidas por las nuevas industrias. La recuperación surge entonces de la economía real, las finanzas se subordinan nuevamente a la producción y se inicia un nuevo ciclo en la economía real y financiera.

La madurez del paradigma extiende el bienestar al tiempo que reduce los niveles de utilidad de las nuevas empresas, lo cual impulsa un nuevo proceso de búsqueda de ganancia extraordinaria: "...tanto el capital productivo como el capital financiero tienden a llegar a los países periféricos cuando la revolución en proceso de difusión se encuentra en la última fase de su ciclo de vida, desplazando así la dinámica del sistema fuera de sus espacios originales." (Pérez, 2002, 119)

El corolario de esta última afirmación explicaría la *ruta de expansión de las crisis financieras* durante las últimas décadas del siglo pasado. Según su razonamiento, arrancan siempre en los países centrales y se trasladan como hondas expansivas hacia la periferia. El desarrollo llega a los últimos países en crecimiento cuando el paradigma inicial ya se está agotando. Parecieran ser el "basurero del mundo".

## **2.5. Los neoclásicos. Un caso de negación freudiana**

Para la teoría neoclásica no existen las crisis, hay "fallas de mercado" susceptibles de control. La movilidad de capitales, la información perfecta, la incapacidad de influir individualmente en la formación de precios y la racionalidad de los agentes económicos garantiza la 'óptima asignación de los recursos', su traspaso intertemporal y el vaciado de mercados.

No existe -en consecuencia- la especulación, sino actividades de 'arbitraje' que garantizan esa función optimizadora. Las crisis financieras o económicas no son posibles excepto como resultado de la intervención ilegítima de los Estados o de grupos facciosos que inevitablemente son o serán eliminados por los procesos globalizadores.

El sustento teórico de estas ideas es la teoría del equilibrio de los mercados de competencia perfecta y, particularmente para los mercados financieros, la 'hipótesis de los mercados

eficientes', conocida generalmente como 'teoría del camino aleatorio', propuesta por Eugenio Fama en 1965, según la cual, en un mercado eficiente, la competencia reflejará instantáneamente en el precio, cualquier cambio de información sobre el valor intrínseco de los activos, por lo que no podrán estar subvalorados o sobrevalorados. La implicación es, entonces, que los precios existentes son "correctos" al estar racionalmente basados<sup>35</sup> y su cambio es impredecible, debido a que depende de información que llega continuamente, proveniente de muchas fuentes igualmente impredecibles.

No existe entonces terreno para la especulación ya que los mercados ajustan rápidamente los cambios de información en el precio<sup>36</sup>, antes que los agentes puedan aprovechar individualmente esa información.

## **Conclusiones**

El problema central de la economía con respecto de las crisis es su predecibilidad. Las respuestas de las diversas corrientes analíticas son muy diversas: Como se ha presentado anteriormente, para la teoría neoclásica no existen crisis financieras sino "fallas de mercado". No existe especulación, sino arbitraje que permite una eficiente y confiable asignación de precios, siempre que se evite intervenciones 'ilegítimas' en los mercados.

En el otro extremo se encuentran las corrientes deterministas; para el marxismo, el keynesianismo y el evolucionismo moderno, por caminos diferentes, las crisis son inevitables e inherentes al despliegue del desarrollo capitalista. Los ataques especulativos son "el vuelo de golondrinas" que anuncia la crisis estructural.

Como diría Braudel, la visión de la historia en plazos más largos nos habla de profundas determinaciones psicosociales, 'instintos animales', 'comportamientos de rebaño', 'naturaleza

---

<sup>35</sup> El precio de las acciones refleja el valor presente de los beneficios netos esperados, incluyendo volatilidad, liquidez y riesgo, entre otras variables.

<sup>36</sup> Irónicamente un exitoso especulador, Peter Lynch, reclama: "Efficient markets? That's a bunch of junk, crazy stuff" (Fortune, abril 1995). Independientemente de la sencillez del planteamiento, la hipótesis de mercados eficientes ha provocado fuertes controversias y se han desarrollado muy diversos estudios para tratar de sustentarla o rechazarla. En relación a la información se creó la hipótesis débil y la fuerte. En cuanto a la estadística probatoria, existen muy diversos análisis en ambos sentidos.

humana'. Pero el costo real es demasiado alto para detenerse en esas reflexiones filosóficas. Las crisis financieras y los ataques especulativos están indisolublemente ligados. Y no existe un solo fenómeno histórico social que no tenga como punto de partida una acción humana. Acción de individuos concretos, como reclama Unamuno, "hombres de carne y hueso". No importa si la historia obedece al determinismo histórico social o a lejanos instintos animales o la simple avaricia y egoísmo calculado de los subjetivistas hayeckianos. La historia se despliega con acciones individuales que mueven a las masas; agentes volitivos y conscientes de su acción, que persiguen sus fines y desencadenan acontecimientos que influyen en la vida de sociedad. Soros probablemente es el caso más cínico, pero su punto de vista no está alejado del de los 'novel' de economía que inventaron los instrumentos derivados: Black y Scholes.

Mi conclusión desde esta perspectiva es clara: los ataques especulativos son la manifestación práctica de la búsqueda consciente y determinada de ganancia de los agentes económicos, ante las posibilidades que la organización social les permite.

¿Cuál es entonces la diferencia entre las distintas corrientes de interpretación?. Mi conclusión es que la única diferencia está en la forma como se justifican: El determinismo histórico-social-activo de la lógica dialéctica. El determinismo histórico -valga la redundancia- de los historiadores o el pesimismo de los emprendedores keynesianos y el pragmatismo activo de los nuevos neoclásicos.

El resultado es el mismo, excepto éstos últimos, que convenientemente niegan la existencia de la realidad: las crisis son inevitables aunque no podamos prever exactamente su periodicidad. Obedecen a causas profundas de la **organización social de la materia**. Se manifiestan a través de las relaciones sociales, humanas, intersubjetivas -aclararían con razón los filósofos- y requieren una respuesta social organizada por medio de la transformación de las instituciones (superestructuras). Irónicamente se puede concluir este capítulo con las palabras de Keynes: "«...el largo plazo es una guía confusa para la coyuntura. En el largo plazo estamos todos muertos. Los economistas se plantean una tarea demasiado fácil, y demasiado inútil, si en cada tormenta lo único que nos dicen es que cuando pasa el temporal el océano está otra vez tranquilo». (Keynes, 1923)

## **CAPÍTULO 3. MODELOS FORMALES. POSKEYNESIANOS Y NUEVOS NEOCLASICOS**

En este capítulo presento lo que algunos autores denominaron "modelos formales", es decir modelos matematizados que se comenzaron a desarrollar durante la década de los ochenta como un intento de incorporar los avances en el campo de la econometría, para comprender los nuevos fenómenos en el campo de la teoría monetaria y financiera y de explicar las crisis monetarias y los ataques especulativos que las desencadenan. La selección de autores es personal e incompleta, por supuesto; mi objetivo es reseñar el avance de la teoría económica en la comprensión de este fenómeno. La división en tres "generaciones" de modelos la adopto como indiqué al principio de este trabajo, a la clasificación propuesta de Eichengreen y Krugman.

### **3.1. El concepto de crisis y ataque especulativo en los modelos de primera generación.**

#### ***La aproximación de Salant.***

El punto de referencia en el análisis de los mercados especulativos es el trabajo de Stephen W. Salant y Dale W. Henderson sobre las "Anticipaciones del mercado a la política gubernamental del precio del oro", realizado en 1978, con base en el modelo de Harold Hotelling (1931) sobre la dinámica de precios de los recursos agotables.

El problema que analiza son los mecanismos de fijación de precios del oro ante la inestabilidad de los mercados provocada por la pérdida de convertibilidad del dólar en este metal. La idea central es que a pesar del enorme stock en las bóvedas de los Bancos Centrales, el oro es un recurso agotable y por lo tanto se puede utilizar el modelo de Hotelling según el cual la ruta de expansión de los precios de equilibrio es equivalente a la tasa de interés:

“Si el precio no se eleva a esa tasa, algunos precios podrían tener valores descontados menores que otros. Los propietarios de minas maximizarían el valor presente de sus beneficios no vendiendo en esos períodos y el exceso de demanda se eliminaría. Similarmente, si el precio

inicial fuera demasiado bajo (alto) la demanda acumulada por los consumidores podría exceder (ser menor) a la oferta, lo cual indicaría que algo está fallando en la secuencia intertemporal de los mercados, los cuales no se vacían.”<sup>1</sup>

Cuando los especuladores entran al mercado, sin tener costos de almacenamiento ni inventarios iniciales, la ruta de expansión de los precios de equilibrio no cambia, puesto que éstos desempeñan funciones exclusivamente de “arbitraje” llevando oro barato de un período a otro, con lo que eliminan la posibilidad de una alza sostenida de los precios mayor a la tasa de interés.<sup>2</sup>

En su expresión formal, el modelo considera productores competitivos sin costo de extracción y stocks iniciales fijos; consumidores cuya demanda  $D(\cdot)$  depende exclusivamente del precio y la existencia de un precio máximo que agota el stock ( $P_c$ ) y por encima del cual la demanda es cero.

Los propietarios de minas entran al mercado con un Stock  $S_0$  de tamaño conocido  $\bar{I}$ , conociendo la amenaza de que el gobierno puede vender una cantidad  $\bar{G}$  de metal, en una sola subasta en un tiempo incierto, lo cual es considerado por productores y especuladores al estimar su precio, con una probabilidad estimada del evento ( $\alpha$ ). Bajo estas condiciones el precio en el período  $t$ , si no ocurre la subasta, será  $P_t$ , y en caso de que ocurra,  $f_t$ . El stock en manos privadas en caso de subasta al final del período  $t$  será  $S_t$ . El equilibrio queda determinado entonces por cinco ecuaciones:

Las primeras dos definen la condición inicial y final del mercado, cuando entran los productores y especuladores con un inventario inicial conocido y lo agotan, alcanzando su precio máximo al final del período  $T$ .

$$S_0 = \bar{I} \quad \text{Inventario inicial conocido} \quad (1)$$

---

<sup>1</sup> “If the price did not rise at that rate, some prices would have lower discounted values than others. Mine owners maximizing the present value of their profits would sell nothing in those periods, and excess demand would then result. Similarly, if the initial price were set too low (high), the cumulative amount demanded by consumers would exceed (fall short of) the cumulative supply, an indication that some of the intertemporal sequence of markets would fail to clear.” (Salant, 1978, 629)

<sup>2</sup> “Since competitive gold speculators have no extraction costs and negligible storage costs, they prevent the price from persistently rising in percentage terms faster than the rate of interest. For, if speculators came to foresee a more rapid increase, they would attempt to make unlimited profits by borrowing, buying gold in a period in which it would have more spensive. Such actions would cause the price path to change until all foreseeable opportunities for profitable arbitraje were eliminated. (...) [because the arbitrageurs] cannot let prices diverge

$$\begin{aligned}
P_T &= P_c \\
S_T &= 0 \quad \text{Condición final}
\end{aligned} \tag{2}$$

La subasta ocurrirá en algún momento  $t$ , entre 0 y  $T$ . Como la ruta de expansión de los precios en ese intervalo, esta determinada por la igualdad entre la demanda agregada y el stock disponible, el precio de subasta en el período  $t$  queda determinado implícitamente por el stock remanente en manos privadas, al momento en que ésta ocurra:

$$\sum_{x=0}^{\infty} D[f_t (1+r)^x] = \bar{G} + S_t \tag{3}$$

Los productores y especuladores estarán decidiendo permanentemente entre vender o mantener sus inventarios. Siendo neutrales al riesgo, serán indiferentes entre esas alternativas, mientras ambas rindan el mismo beneficio actualizado. En caso de que el valor descontado del precio esperado en el período  $t+1$  sea diferente del precio vigente en el período  $t$ , surgirán oportunidades de ganancia realizando arbitraje:

$$P_t = \frac{\alpha f_{t+1} + (1-\alpha)P_{t+1}}{(1+r)} \tag{4}$$

Al ocurrir esto, el stock es agotado entre el período  $t$  y el período  $t+1$ :

$$S_{t+1} = S_t - D(P_t) \tag{5}$$

Las ecuaciones 1 a 5 determinan la ruta de expansión del precio de equilibrio en anticipación a una subasta, sin embargo los supuestos utilizados resultan excesivamente simplificadores; por ejemplo –como señala Salant–, los costos de extracción no son despreciables, el mercado no es competitivo sino monopolístico (tanto porque la producción depende fundamentalmente de Sudáfrica, como porque los precios se encuentran controlados por la banca central) y; finalmente, no se conocen las existencias disponibles, debido a la permanente amenaza de

---

between markets by more than transportation costs. In an intertemporal model the markets are separated in time, and the cost of transporting through time is the rate of interest” (Salant, 1978, 631)

subasta de los enormes stocks de los bancos centrales. El modelo se ajusta entonces con las siguientes consideraciones:

En primer lugar, dado que el anuncio de una subasta gubernamental provoca una caída en los precios, los productores y especuladores aplicarán una tasa de crecimiento en sus precios mayor a la tasa de interés, para compensar el riesgo que enfrentan. El precio de venta será más elevado al precio que regiría en caso de que hubiera ocurrido la subasta:

$$P_t(1+r) = \alpha f_{t+1} + (1-\alpha)P_{t+1} < \alpha P_{t+1} + (1-\alpha)P_{t+1} = P_{t+1} \quad (6)$$

Pero a medida que pasa el tiempo el riesgo aumenta, y el precio tiene que crecer más rápidamente, porque en otro caso, los rendimientos esperados por los propietarios de minas se harían negativos. La ecuación de arbitraje tiene que reflejar el riesgo:

$$R_t \equiv \frac{P_{t+1} - P_t}{P_t} = r + \frac{\alpha}{1-\alpha} \left[ (1+r) - \frac{f_{t+1}}{P_t} \right] \quad (7)$$

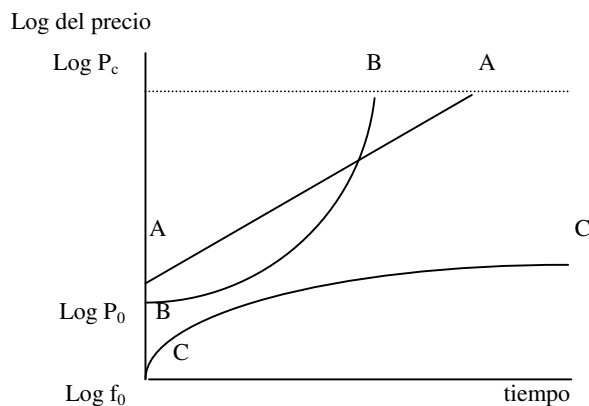
Donde  $R_t$  es la tasa de crecimiento de los precios.

Dado el supuesto de que el precio con subasta crece menos que la tasa de interés, el ratio  $\frac{f_{t+1}}{P_t}$

disminuye con el tiempo, por lo que  $R_t$  crece hasta alcanzar su límite en anticipación a una subasta:

$$R_t \leq \frac{\alpha + r}{1 - \alpha} \quad (8)$$

Lo anterior se puede presentar gráficamente como sigue:





La línea AA corresponde al precio que imperaría en el mercado si no existiera riesgo. La línea CC refleja el impacto desacelerador del crecimiento de los precios que tiene la subasta, debido a una potencial sobreoferta. Como se ha anticipado la subasta, los productores y especuladores entran al mercado con un precio deprimido, esperando el impacto de la oferta gubernamental, pero si ésta no ocurre, su riesgo aumenta con el tiempo, por lo que exigen un premio por riesgo y sus precios crecen rápidamente (línea BB). Como se trata de un bien necesario y agotable, cuando los especuladores perciben que el stock disponible está llegando a su fin, adquieren de inmediato el inventario remanente agotándolo en un tiempo menor que el que habría ocurrido si no hubiese existido el riesgo de subasta y disparan el precio para tomar utilidades.

Por eso, el anuncio de una subasta o de una fijación de precios por parte del gobierno mediante ventas sistemáticas de sus stocks, provoca un sorpresivo ataque por los especuladores.<sup>3</sup>

Resumiendo, podemos observar en el modelo de Salant y Henderson una crítica formal a la intervención gubernamental en los mecanismos de formación de precios y la función distorsionante de los especuladores en el mercado. Estos últimos no desempeñan ya la función de “arbitraje” que equilibra los costos de transacción espacial y temporal, sino que constituyen un elemento activo de alteración de los precios y tasas de interés: “los intentos de afectar el precio de cualquier recurso agotable por medio de la manipulación de reservas inevitablemente resultará en un ataque especulativo”<sup>4</sup>

Lección fundamental unos pocos años antes de que estallara la crisis del petróleo.

### ***El modelo de Krugman***

En 1979 en “Un modelo de crisis de Balanza de Pagos”, Paul Krugman retomó la propuesta de Salant y la aplicó al análisis de las crisis monetarias. Su idea básica era simple:

---

<sup>3</sup> “Although the risk of a future government gold auction depresses the price, it also causes the price to rise in percentage terms faster than the real rate of interest and at an increasing rate. Even risk-neutral investors require this rate of return as inducement to hold gold in the face of the asymmetric risk of a price collapse. Announcements making a government auction more probable cause a sudden drop in the price. Government attempts to peg the price or to defend a price ceiling with sales from its stockpile must result eventually in a sudden attack by speculators.” (Salant, 1978, 627)

“Un gobierno puede anclar el tipo de cambio de su moneda de muchas formas. En un país con alto desarrollo de los mercados de capitales puede utilizar operaciones de mercado abierto, intervención en los mercados de futuros o intervención directamente en operaciones sobre activos externos para defender la paridad (...)” Pero, finalmente, tanto la disponibilidad de divisas en la bóveda de la Banca Central como la capacidad de obtener crédito, son recursos agotables. “Cuando los gobiernos no son capaces de defender una paridad fija hay una ‘crisis’ en la Balanza de Pagos”. (...) Una crisis ‘estándar’ ocurre de la siguiente manera: Un país que tiene un tipo de cambio fijo (...) va agotando gradualmente sus reservas. Entonces, en un punto, generalmente antes de que su paulatino agotamiento acabe con ellas, hay un sorpresivo ataque especulativo que rápidamente las agota. El gobierno es entonces incapaz de defender por más tiempo el tipo de cambio.”<sup>5</sup>

Cuando por cualquier razón el gobierno puede utilizar alguna “segunda reserva” o cuando hay incertidumbre respecto de la “reserva potencial” que puede utilizar en su defensa o de la voluntad de hacerlo, puede surgir una secuencia de ataques y recuperaciones temporales que solo terminan cuando la paridad fija es abandonada.

En todo el proceso, *“Un ataque especulativo contra las reservas puede ser visto como un proceso por el cual los inversionistas cambian la composición de sus portafolios”*<sup>6</sup>

El avance conceptual es importante: tanto los gobiernos como los productores y los especuladores actúan conscientemente dentro del mercado de divisas y, particularmente los especuladores, no aparecen ya como “árbitros” ‘eficientes’ o ‘distorsionantes’ en la formación de precios, sino como “agentes racionales” que prevén sus expectativas de ganancia y las optimizan en modelos de portafolio, explorando sistemáticamente las debilidades de las naciones para defender sus monedas. La eficiencia de los mercados no tiene ninguna importancia aquí. Las políticas de los gobiernos en materia de tipo de cambio, fijo o flexible, adquieren relevancia porque implican mayor o menor debilidad, y el ataque a éstas políticas de tipo de cambio se constituye como una alternativa más de negocio.

---

<sup>4</sup> “(...) indicates that the attempts to restrict the price of any exhaustible resource by means of a buffer stock will inevitably result in a speculative attack.” (Salant, 1978, 645)

<sup>5</sup> “A government can peg the exchange value of its currency in a variety of ways. In a country with highly developed financial markets it can use open-market operations, intervention in the forward exchange market, and direct operation in foreign assets to defend an exchange parity (...) A government attempting to keep its currency from depreciating may find its foreign reserves exhausted and its borrowing approaching a limit.” (...) “A ‘estándar’ crisis occurs in something like the following manner. A country will have a pegged exchange rate; (...) government’s reserves gradually decline. Then at some point, generally well before the gradual depletion of reserves would have exhausted them, there is a sudden speculative attack that rapidly eliminates the last of the reserves. The government then becomes unable to defend the exchange rate any longer.” (Krugman, 1979, 311-312)

<sup>6</sup> Hay una coincidencia interesante entre el concepto de Krugman y el de Keynes de cambios en la distribución del dinero para fines de transacción, previsión y especulación; la diferencia es que el proceso de redistribución que para Keynes es producto de la lógica del sistema económico, para Krugman es una decisión calculada de los agentes económicos. (Véase Krugman, 1979, 311)

Según el modelo de análisis propuesto por Krugman, los inversionistas que operan en el mercado de divisas tienen dos instrumentos posibles: dinero local y moneda extranjera; la demanda de dinero local depende del tipo de cambio y el tipo de cambio que vacía el mercado de dinero varía con el tiempo. (Krugman, 1979, 313). El dinero adicional se crea exclusivamente mediante el déficit gubernamental que –por hipótesis-, es una proporción constante de la oferta monetaria. La riqueza total de los residentes es la suma de sus tenencias en moneda local y en divisas y la paridad del poder adquisitivo de la moneda está determinada por el mercado mundial, suponiéndose –por simplificación-, que el nivel de precios internacionales es fijo e igual a 1, de tal manera que coincide con el tipo de cambio; se supone también que no existen tenencias de moneda local en el extranjero y que los mercados operan en equilibrio de pleno empleo (precios y salarios flexibles). También por fines de simplificación se analiza la situación de un pequeño país pequeño produciendo un solo bien comercializable cuyo precio lo determina el mercado mundial. El modelo es el siguiente:

La primera ecuación establece la paridad del poder de compra

$$P = sP^* \quad (1)$$

Donde P es el nivel de precios nacionales y P\* (precios internacionales) es fijo e igual a 1, de tal forma que el nivel de precios es igual al tipo de cambio  $P = s$

La segunda ecuación define el saldo de la Balanza Comercial real

$$B = Y - G - C(Y - T, W) \quad \text{Con } C_1, C_2 > 0 \quad (2)$$

Donde B es el saldo de la Balanza Comercial, Y es el ingreso nacional, G el gasto de gobierno, C el consumo, T la tasa de impuestos y W la riqueza privada, en términos reales

En el mercado de activos, los inversionistas deciden entre moneda nacional y divisa, suponiéndose que ambas tienen rendimiento cero. La riqueza de los residentes es la suma de

sus tenencias en moneda nacional  $M$  y en moneda extranjera  $F$ . Se supone también que no se mantienen stocks de moneda nacional en el exterior.

$$W = M/P + F \quad (3)$$

Dado el supuesto de que las tenencias en moneda nacional son proporcionales a la riqueza, el portafolio de equilibrio se determina por:

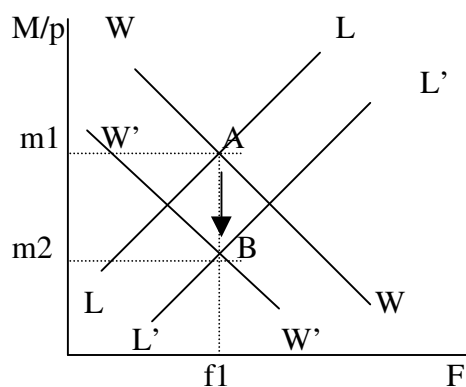
$$M/P = L(\pi) \cdot W \quad \text{Con } L_1 < 0 \quad (4)$$

Donde  $\pi$  es la tasa esperada de depreciación de la moneda, la cual se considera exógena.

### *Dinámica de corto plazo*

a) con tipo de cambio flexible

Partiendo de una situación de equilibrio en  $A$ , bajo un régimen de tipo de cambio flexible, ante una depreciación de la moneda local  $\Delta\pi$ , los especuladores no tienen forma de alterar el portafolio porque un intento de adquirir moneda extranjera elevará el tipo de cambio. El equilibrio se desplaza de  $A$  a  $B$ .



La curva  $WW$  representa la restricción de riqueza.

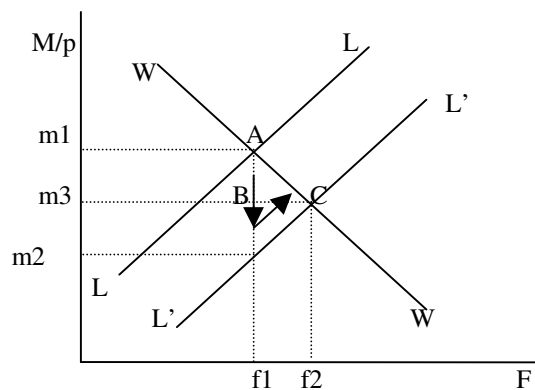
La curva  $LL$  representa la condición de balance de portafolio.

El incremento en la tasa de depreciación  $\pi$  significa una pérdida de riqueza de los agentes económicos, la curva  $WW$  se desplaza a  $W'W'$  y el nuevo equilibrio de portafolio a  $L'L'$ .

b) con tipo de cambio fijo

Bajo paridad fija, el gobierno mantendrá el suministro de divisas a un precio fijo, por lo que el incremento en la tasa de depreciación de la moneda local ( $\pi$ ) ofrece una oportunidad de

negocio a los especuladores, deshaciéndose de la moneda nacional para comprar divisas. El equilibrio se desplaza entonces de A a C.



En un ataque especulativo la pérdida que enfrenta la economía es la diferencia entre  $m1$  y  $m2$ , mientras que la ganancia de los especuladores es la diferencia entre  $m3$  y  $m2$ .

Como puede observarse, la ganancia especulativa es siempre menor a la destrucción de valor que provoca la devaluación en la economía.

$$M3 - m2 < m1 - m2$$

La banca central por su parte, enfrenta los movimientos de los especuladores, cambiando la composición de sus activos, vende divisas a precio subsidiado a empresas y especuladores, recibiendo a cambio moneda local depreciada con cargo a la sociedad; pierde reservas en divisa incrementando su posición en moneda local.

$$\Delta R = -\Delta F = \frac{\Delta M}{P}$$

### *Dinámica de largo plazo*

En el largo plazo, la dinámica de la economía tiene que incorporar las expectativas y reacciones de los agentes y del gobierno.

a) Dinámica bajo régimen de tipo de cambio flexible.

“Si el gobierno no fija el tipo de cambio, éste puede cambiar por tres razones: un cambio en la cantidad de dinero emitido, un cambio en las tenencias privadas de divisas o un cambio en la tasa esperada de inflación” (Krugman, 1979, 315)

En el primer caso, la emisión de dinero nuevo ( $M$ ) solo puede ser generada por el gobierno mediante la emisión de deuda, por lo que es equivalente al déficit fiscal ( $G-T$ ).

$$\frac{\dot{M}}{P} = G - T \quad (5)$$

Para fines de simplificación se supondrá que el gobierno ajusta su gasto para mantener su déficit presupuestal como una fracción constante 'g' de la oferta monetaria real 'm' [G-T=gm], así, la tasa de cambio de los balances reales depende exclusivamente de la tasa de inflación:

$$\dot{m} = (\dot{M}/P) - M/P(\dot{P}/P) = (g - \dot{P}/P)m \quad (6)$$

Por otra parte, el saldo neto de divisas solo puede incrementarse por un saldo positivo en la balanza en cuenta corriente

$$\dot{F} = B = Y - G - C(Y - T, W) \quad (7)$$

Los especuladores, por su parte, se encuentran permanentemente explorando y pronosticando las tendencias del mercado, lo cual se refleja en el modelo como una hipótesis de pronóstico perfecto<sup>7</sup>.

$$\pi = \dot{P}/P \quad (8)$$

De acuerdo con esto, los residentes domésticos solo incrementarán su proporción de activos en moneda local si ésta ofrece un rendimiento mayor en términos reales:

$$\dot{P}/P = \pi(m/F) \quad \text{Con } \pi_1 < 0 \quad (9)$$

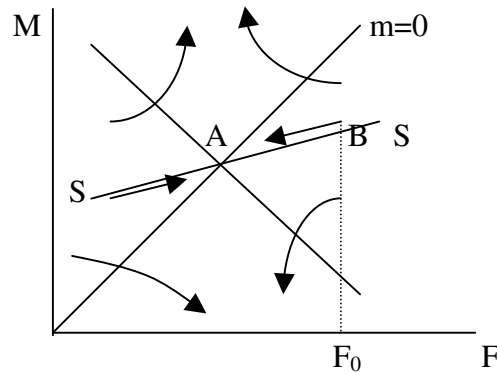
El sistema dinámico queda entonces como:

$$\begin{aligned} \dot{m} &= [g - \pi(m/F)]m \\ \dot{F} &= Y - G - C(Y - T, m + F) \end{aligned} \quad (10)$$

---

<sup>7</sup> "This a subject of considerable dispute. For the purposes of this paper it is essential to recognize that speculators are actively attempting to forecast the future in a sophisticated manner. This sort of sophisticated forward-looking behavior is best captured by the assumption of perfect foresight" (Krugman, 1979, 316)

Gráficamente el sistema se puede representar como sigue:



Aún conociendo los activos en moneda local de los residentes, el tipo de cambio es indeterminado. “Para cualquier nivel inicial de precios, dado  $M$  y  $F$ , tenemos una posición inicial  $(m, F)$  y una ruta implícita para la economía.”(Krugman, 1979, 316). El sistema es inestable existiendo una sola ruta que lleva a un estado estacionario, si el tipo de cambio inicial no se elige adecuadamente con ésta, el sistema divergirá permanentemente. Esto equivale a suponer que los inversionistas no creen en la posibilidad de terminar las burbujas especulativas y que el tipo de cambio inicial tiene que ser uno que implique la convergencia con el estado estacionario (Krugman, 1979, 316).<sup>8</sup>

En la gráfica anterior, se observa que la economía estará en equilibrio estable en la línea SABS. Si la posición inicial en divisa es  $F_0$  el nivel de precios se ajustará hasta lograr que la oferta monetaria real de moneda local sea  $m_0$  y la economía se equilibre en el punto B. El sistema entonces convergerá gradualmente hacia A.

La oferta real de dinero depende entonces del stock en divisas y es independiente del stock de moneda local. El nivel de precios es proporcional a la oferta de dinero y está relacionado inversamente con el stock de divisas. La ecuación de equilibrio estable es:

$$P = M \cdot G(F) \quad \text{Con } G_t < 0 \quad (11)$$

<sup>8</sup> “A natural solution to both these difficulties is to assume that investors do not believe in the possibility of endless speculative bubbles, and that the initial exchange rate must therefore be one that implies eventual convergence to the steady state.”

b) Dinámica bajo régimen de tipo de cambio fijo.

Cuando existe un régimen de tipo de cambio fijo el gobierno utiliza su stock de divisas  $R$  para estabilizar el tipo de cambio, quedando limitado el crecimiento de estas reservas –bajo los supuestos anteriormente señalados-, a su política de déficit fiscal. Los agentes económicos, por su parte, están limitados en su adquisición de activos monetarios adicionales, por su capacidad de ahorro. De esta forma, la riqueza adicional igual al ahorro, puede expresarse en términos de las tenencias adicionales en activos monetarios locales y en divisas, siendo la ecuación de arbitraje (4) la que determina la distribución proporcional entre ellas.

$$S = Y - T - C(Y - T, W) \quad (12)$$

$$\dot{W} = \dot{M} / \bar{P} + \dot{F} = S \quad (13)$$

Mientras los inversionistas creen que el gobierno mantendrá el tipo de cambio, habrá una relación estable entre riqueza y activos monetarios, un cambio de riqueza será distribuido en una proporción  $L$  en moneda nacional y  $1-L$  en divisa.

$$\dot{M} / \bar{P} = LS$$

$$\dot{F} = (1 - L)S \quad (14)$$

El gobierno paga su déficit emitiendo dinero (colocando instrumentos de deuda) o solicitando crédito externo, así, la restricción presupuestal es:

$$\dot{M} / P + \dot{R} = G - T = g \cdot (M / P) \quad (15)$$

El problema es que con tipo de cambio fijo, el gobierno pierde el control sobre el financiamiento de su déficit. La emisión de nuevo dinero depende entonces de los requerimientos del sector privado, puesto que tiene que cubrir su demanda y cualquier exceso de dinero local puede ser compensado en la ventanilla de cambios. La sobreemisión de dinero local se traduce en pérdida de reservas:



$$\dot{R} = -(G - T) + LS \quad (16)$$

Y dado que –de esta forma- los cambios en los niveles de reservas  $\dot{R}$ , no guardan ninguna relación de proporcionalidad con la Balanza Comercial, la ecuación (16) implica:

$$\dot{R} = LB - (1 - L)(G - T) \quad (17)$$

Esto significa simplemente que existiendo libre movilidad de capitales, no importa cuán grandes sean las reservas, anclar el tipo de cambio provocará inevitablemente una crisis de Balanza de Pagos.<sup>9</sup>

Resumiendo: bajo condiciones de libre movilidad de capitales y tipo de cambio flexible el juego de los agentes económicos (especuladores) lleva a una indeterminación en la paridad y a un equilibrio inestable. Bajo tipo de cambio fijo, es inevitable una crisis de la Balanza de Pagos. En los mercados de divisas, en consecuencia, las posiciones de equilibrio son solamente un accidente. El problema entonces es determinar ¿cuándo y bajo qué condiciones? Se hace inevitable un ataque especulativo.

### **3.2. Modelos de segunda generación**

Hasta 1992 había un consenso en que los conflictos cambiarios que se registraron desde la década de los setenta, habían sido provocados por la decisión de los gobiernos de mantener políticas inconsistentes a pesar del deterioro de variables económicas fundamentales. La quiebra del Sistema Monetario Europeo que culminó en agosto de 1993 demostró, sin embargo, que países con políticas consistentes y salud económica podían entrar en crisis. Obstfeld encontró entonces que bajo ciertas condiciones, el "trade-off" entre variables económicas (crecimiento e inflación) podía distorsionar en equilibrios múltiples y pérdida de confianza de los agentes económicos, que dan origen a crisis que se autovalidan, sin ser necesarias o inevitables. La crisis mexicana de 1994 presentó –en opinión de algunos autores-, estas

características, dando inicio a un amplio debate y una abundante literatura en que participaron todos los economistas relevantes del momento. Autores como Barry Eichengreen, Charles Wyplosz y Portes, introdujeron el concepto de “*fuerzas autovalidantes*” como detonadores de la crisis y junto con Andrew Rose, establecieron en 1995 la distinción entre modelos de primera y segunda generación. Estos últimos adoptan una gran variedad de formas funcionales, siendo los más representativos las versiones de Obstfeld (1994 y 1996), Cole y Kehoe (1996) y Sachs, Tornell y Velasco (1996)<sup>10</sup>.

Maurice Obstfeld, que había señalado que “los ministros de finanzas del pasado y del presente han culpado de la crisis a los gnomos o agiotistas de Zurich, en lugar de aceptar problemas en las variables económicas fundamentales o errores de política”, se autocorrigió y elaboró en 1994 el modelo de segunda generación que se considera clásico. Argumenta que las anticipaciones especulativas dependen de las previsiones acerca de las respuestas gubernamentales, las cuales dependen a su vez, de cambios en los precios que condicionan las reacciones de los gobiernos. La respuesta política será entonces determinante para detener o alentar la crisis. La conducta circular explica una crisis que no tiene por que ocurrir, pero ocurre porque los agentes económicos esperan que ocurra (Obstfeld, 1994,3).

“Los gobiernos racionalmente deciden en base a una valoración coste-beneficio si mantienen o no la defensa de una paridad determinada de tipo de cambio. Sin embargo, en esta “*segunda generación*” de modelos, las crisis cambiarias ya no son un fenómeno determinista porque paridades que serían sostenibles de manera indefinida pueden ser atacadas y hundirse ante un sentimiento adverso de los mercados.”(Ripoll i Alcón, 2003,abstract)

### ***El modelo de Obstfeld***

El modelo supone que pueden solicitarse libremente créditos en divisas en los mercados de capital, con limite en la restricción presupuestal. No existen restricciones adicionales de reservas ni influye su nivel en el desencadenamiento de la crisis.

---

<sup>9</sup> “When the government runs a deficit it will lose reserves even if private saving is zero. (...) pegging the rate ultimately becomes impossible if the budget is in deficit, no matter how large the initial reserves.” (Krugman, 1979, 318)

<sup>10</sup> Obstfeld, M. (1994) “*The Logic of Currency Crises*”. Cahiers Économiques et Monétaires. Banque de France 43. Obstfeld, M. (1996) “*Models of Currency Crises with Self-fulfilling Features*”. European Economic Review 40. April, pp. 1037-1040. Cole, H.L. y Kehoe, T. (1996) “Self-fulfilling Debt Crises and Capital Flight” Sachs, J., Tornell, A., Velasco, A. (1996) “*Financial Crises in Emerging Markets: the Lessons of 1995*”. Brooking Papers on Economic Activity 1. Brookings Institution, Washington

Existen dos períodos en los cuales el gobierno emite moneda y participa en el mercado de divisas. En el período 1 emite obligaciones para pagar los montos  ${}_0D_1$  y  ${}_0D_2$ . Recibe pagos en divisas por los montos  ${}_0F_1$  y  ${}_0F_2$ . Los niveles de consumo  $g_1$  y  $g_2$  son exógenos. Finalmente el gobierno impone impuestos sobre la producción a una tasa  $\gamma$  para balancear su presupuesto en el período 2.

El calendario de pagos en moneda local queda definido por  $\{{}_0D_1, {}_0D_2\}$ ; Si  ${}_0D_1=0$  la deuda es a largo plazo; Si  ${}_0D_2=0$ , la deuda es a corto plazo, lo cual es una fuente potencial de problemas para un gobierno con falta de credibilidad.

Se supone igualmente que se cumple la Paridad del Poder de Compra PPP normalizada a la unidad, de forma tal que  $P = E$  (precio igual a tipo de cambio). El tipo de cambio es fijo en el período 1 y se modifica en el período 2 ( $E_1, E_2$ )

“ $i$ ” denota el interés nominal sobre créditos tomados en el período 1 y pagados en el período 2.

Las restricciones de caja (cash-flow) del sector público revelan su vulnerabilidad a cambios en el mercado. Denotando por  ${}_0D_2$  las obligaciones en el período 2 incurridas en el período 1; la restricción en el período 1 es:

$${}_1D_2 = (1+i) \left[ {}_0D_1 + E_1 g_1 - E_1 ({}_0F_1) + \frac{E_1 ({}_1F_2)}{1+i^*} \right] \quad 10)$$

Donde  ${}_1F_2$  las obligaciones en divisa en el período 2 adquiridas en el período 1 (incluyendo nuevas reservas en moneda extranjera), esto es, en el período 2 el gobierno resta a su flujo los intereses y el principal sobre los préstamos del período 1. El gobierno elige en el período 1 la composición de sus créditos en moneda nacional y extranjera. Los recursos para financiar el gasto total del sector público vienen de cambios en la reserva, impuestos y de la emisión monetaria  $M_1$  (dinero de alto poder).

La restricción en el período 2 es:

$$E_1 D_2 + {}_0 D_2 - E_2 ({}_1 f_2 + {}_0 f_2) + E_2 g_2 = E_2 \gamma y + M_2 - M_1 \quad (11)$$

Bajo el supuesto de libre movilidad del capital, paridad descubierta de interés y pronóstico perfecto, el equilibrio implica:

$$1 + i = (E_2 / E_1)(1 + i^*) \quad (12)$$

Combinando las ecuaciones 10, 11 y 12 tenemos la ecuación de restricción intertemporal del presupuesto gubernamental:

$$E_1 ({}_0 f_1) - {}_0 D_1 + \frac{E_2 ({}_0 f_2) - {}_0 D_2}{1 + i} = E_1 g_1 + \frac{E_2 g_2 - \gamma y - (M_2 - M_1)}{1 + i} \quad (13)$$

La demanda privada de dinero obedece a:

$$M_t = k E_t y \quad \text{con } (t = 1, 2) \quad \text{Donde el producto real es constante} \quad (14)$$

El gobierno cuida los efectos de la tasa de interés y de impuestos, que en el período 1 se suponen cero; la función objetivo que el gobierno minimiza es entonces:

$$\varphi = \frac{1}{2} \gamma^2 + \frac{\theta}{2} \varepsilon^2 \quad (15)$$

Donde  $\varepsilon$  es la tasa de depreciación de la moneda nacional a la divisa entre el período 2 y 1.

$$\varepsilon = (E_2 - E_1) / E_2 \quad (16)$$

y  $\theta > 0$  mide el peso puesto sobre la depreciación en relación a otros impuestos.

A fin de clarificar el papel fiscal de la tasa de depreciación  $\varepsilon$ , utilizando las ecuaciones 10 y 11 y denotando por  ${}_1d_s$  el valor presente de la deuda a pagar contratada en el período  $t$  en la fecha  $s > t$

$$\varepsilon({}_1d_2 + {}_0d_1 + ky) + \gamma = {}_1d_2 + {}_0d_2 + g_2 - {}_1f_2 + {}_0f_2 \quad (17)$$

Donde

$${}_1d_2 = (1+i) \left( {}_0d_1 + g_1 - {}_0f_1 + \frac{{}_1f_2}{1+i^*} \right) \quad (18)$$

Le ecuación 17 establece que en el período 2 los productos de la renta inflacionaria más los impuestos deben ser suficientes para el pago de la deuda y el gasto corriente. En este período el gobierno elige  $\varepsilon$  y  $\gamma$  para minimizar la ecuación 15, sujeto a la condición 17; el resto de las variables queda determinado en cuanto se realiza la elección, particularmente “ $i$ ” y el monto de divisas comprado por el gobierno  ${}_1f_2$ .

Si el gobierno acuerda sus acciones del período 2 en el período 1, entonces la ecuación 15 queda sujeta a 12 y 14, lo que da lugar a la posibilidad de obtener equilibrios múltiples. Al contrario de cuando decide en el período 2 con base en la situación presupuestal heredada. El sector privado con expectativas racionales sobre los objetivos del gobierno y con los pronósticos de depreciación monetaria (inflación) incorporados en la tasa de interés, establece sus programas considerando que el gobierno cumplirá sus anuncios.

La minimización de 15 sujeto a 17 requiere que se cumpla la condición:

$$\frac{\theta \varepsilon}{({}_1d_2 + {}_0d_2 + ky)} = \frac{\gamma}{y} \quad (19)$$

La ecuación establece la relación entre la depreciación del tipo de cambio y el déficit fiscal, cubierto por la tasa de interés  $\gamma$ .

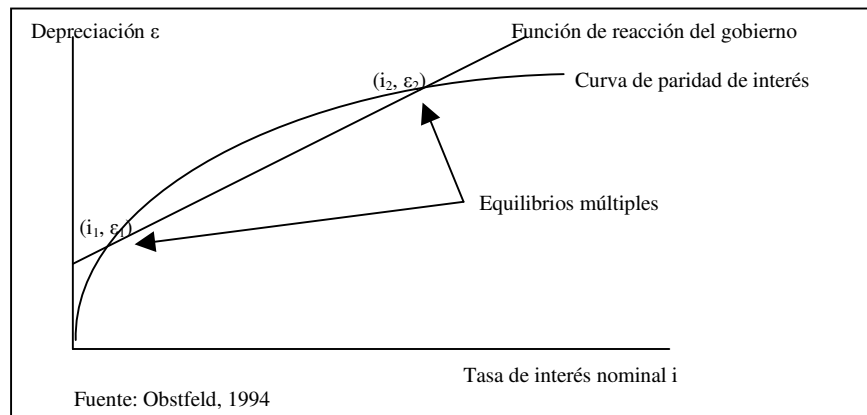
Combinando las ecuaciones 19 y 17, podemos despejar

$$\varepsilon = \frac{(d_1 + d_0 + ky)(d_1 + d_0 + g_2 - f_2 + f_0)}{(d_1 + d_0 + ky)^2 + \theta y^2} \quad (20)$$

Gráficamente se puede observar que bajo la hipótesis de pronóstico perfecto, la tasa de depreciación esperada de la moneda sería igual a la elegida como óptima por el gobierno, sobre la cual basa la emisión de su deuda. Así, la función de reacción del gobierno y la curva de paridad de interés determinan el posible equilibrio de la tasa de interés nominal y la tasa de

depreciación  $\varepsilon = \frac{i - i^*}{1 + i}$

El gobierno minimiza su pérdida en el equilibrio 1, con bajas tasas de interés, pero no hay forma de asegurar que el mercado de bonos reaccione buscando una tasa de interés más alta, en el equilibrio 2. Como en la ecuación anterior, la tasa de interés internacional es una variable exógena, el gobierno enfrenta un problema de inconsistencia dinámica que se traduce en equilibrios múltiples.



### 3.3. Modelos de tercera generación

Lo que se ha llamado “modelos de tercera generación” engloba varias vertientes de investigación teórica y fundamentalmente empírica, cuyo elemento integrador es la relevancia que se le ha dado a los aspectos financieros. Las crisis cambiarias y financieras aparecen ya como fenómenos interrelacionados (“twin crisis”) y los especuladores adquieren un papel activo como detonadores de las crisis económicas, propiciando “pérdida de confianza” y más

tarde “pánico financiero”, que culmina con un ataque especulativo contra los tipos de cambio y con la desarticulación de los mercados financieros.

Una segunda característica de esta generación de modelos es el énfasis en la vulnerabilidad generalizada de las empresas en los países emergentes, debido a una especie de asincronía entre sus horizontes temporales de endeudamiento y el período de maduración de las inversiones realizadas, debido a que éstas últimas están denominadas, en alto porcentaje, en moneda extranjera.

Finalmente, como señala Joan Ripoll:

“la principal aportación de la nueva generación de modelos –y quizás el elemento más destacado respecto a las interpretaciones precedentes– son las implicaciones de política económica que se derivan así como el papel que se otorga al tipo de cambio como instrumento de ajuste macroeconómico.” (Ripoll i Alcón, 2003,abstract)

Krugman propone agrupar estos modelos de tercera generación en tres grupos, según el énfasis en la causa considerada como generadora de la crisis:

1. La primera enfatiza el riesgo moral (Moral-hazard-driven investment, inversión fraudulenta) y desarrollada principalmente por McKinnon – Pill(1996), Krugman (1998) y Corsetti, Pesenti and Roubini (1998). Toma como hipótesis fundamental el sobre-endeudamiento externo de las empresas, sustentado en una especie de complicidad tácita con el gobierno para cubrir sus obligaciones (“rescate [bail-out]”) en caso de quiebra. En este caso la toma de utilidades por los grupos corporativos o cualquier shock macroeconómico, hace evidente la inexistencia de rentabilidad de las empresas y provoca una generalizada suspensión de pagos que origina un “pánico”, salida de capitales y la caída del tipo de cambio, lo cual es el síntoma del problema financiero subyacente.

Por supuesto, esta interpretación de la crisis no podía tener mucho eco y ha sido abandonada.

2. Una segunda línea de interpretación se inició con el modelo de bancarrota en una economía abierta, que fue presentado por Douglas W. Diamond y Phillip H. Dybvig (1983), y fue desarrollada por Chiang y Velasco (2000), Oliver Jeanne y Charles Wyplosz.

3. La tercera vertiente enfatiza el impacto de una desaceleración sobre la estructura financiera de las empresas (Balance) y consecuentemente sobre los agregados macroeconómicos (Finanzas ponzi). Esta interpretación fue presentada originalmente Hyman P. Minsky<sup>11</sup> (1975) y ha sido recuperada y modelada principalmente por Krugman (1999), Bernanke y Gertler; por Aghion, Bacchetta y Banerjee (2000); y de una manera más sofisticada por Scheneider y Tornell (2000)<sup>12</sup>.

A continuación se presentan estos enfoques en forma detallada:

### ***Modelos de ataque especulativo basados en el riesgo de fraude:***

El punto de partida de acuerdo con Corsetti, Pessenti y Roubini (Corsetti, 1998,1-3), es la existencia de una estructura de incentivos a los sectores corporativos y financieros, en el contexto de un marco regulatorio insuficiente y una estrecha red de relaciones entre las instituciones públicas y el sector empresarial. En estas condiciones, a nivel corporativo, las presiones por mantener el crecimiento económico propician que el gobierno garantice tácitamente los proyectos de inversión privados y en ocasiones, incluso, subsidie o favorezca proyectos o grupos empresariales.

Entonces, sin necesidad de que existan compromisos explícitos, las empresas tienden a descuidar costos y riesgos, difundiéndose la impresión de que los beneficios de los proyectos que se emprendan estarán garantizados. El proceso de inversión se pervierte y la falta de vigilancia y regulación hace ineficiente el proceso de asignación de recursos, resultando en persistentes déficits contables.

---

<sup>11</sup> Su propuesta data de 1963 cuando señaló que "...las depresiones más severas de la historia se presentan después de un período de buen desempeño económico. (...) En la medida en que la economía se expande... la estructura económica de las empresas, los hogares y las instituciones financieras, cambia de tal manera que los compromisos de pago de deuda se incrementan en relación con el flujo de efectivo que se deriva del ingreso; incluso la proporción de aquellos activos cuyo valor de mercado es seguro declina en relación con el valor total de los activos en el mercado. (...) he denominado a esta transformación 'la evolución de una estructura financiera sólida a una estructura frágil. Mido la fragilidad de la estructura financiera observando la mezcla de diferentes regímenes financieros (proteccionista, especulativo y ponzi) en la totalidad de las finanzas.'" (Minsky, 1999, 178)

<sup>12</sup> Estos autores combinan el riesgo de fraude con la generación de burbujas especulativas y el impacto en los balances de las empresas cuando la burbuja revienta.



La estrecha integración entre los bancos y los corporativos (muchos de los cuales son propietarios o controladores de los bancos, casas de bolsa, fondos, etc...) facilita el sobreendeudamiento de las empresas, garantizando la colocación ineficiente de créditos asignados sin cobertura.

“La realización de inversiones arriesgadas provoca, al mismo tiempo, una inflación de activos que otorga a los mediadores financieros una solvencia irreal que, a su vez, valida y alimenta la dinámica de inversiones arriesgadas y endeudamiento excesivo.”(Ripoll i Alcón, 2003,42)

En estas condiciones, la liberalización y desregulación de los mercados de capitales potencia la oferta de recursos externos baratos, ansiosos de colocación ante la falsa “bonanza”, llevando al límite los “ratios” de las empresas. En este punto cualquier “choque externo” o interno, por ejemplo la quiebra de una empresa importante, provoca una crisis de pagos en cadena. Los capitales huyen y se genera una aguda competencia por evitar las pérdidas. *“El ataque especulativo ocurrirá tan pronto el importe de las deudas contingentes sea igual a la cuantía del stock de activos de reservas internacionales.”* (Ripoll i Alcón, 2003,42). Como decía Minsky, el sistema financiero tiene una permanente propensión al desastre.

El gobierno, garante tácito, queda obligado al respaldo y cobertura de los créditos externos contraídos, bajo la presión de las instituciones financieras internacionales, so pena de perder el acceso al “prestamista de última instancia” que puede ayudarlo a detener la crisis. Se encuentra igualmente comprometido e interesado en el rescate del sistema bancario en bancarrota, para ‘no trasladar el impacto a las empresas y la sociedad’ e “impedir una crisis económica de mayores proporciones”. De cualquier manera el costo de los rescates es tan alto que frena el crecimiento económico. Los impuestos pagan la ineficiencia y el fraude. El caso típico estudiado fue México 1994-1995 y los países del sudeste asiático durante 1997 y 1998.

Como se comentó anteriormente, la evidencia empírica, a pesar el profuso trabajo de los autores, fue insuficiente y el modelo fue abandonado.

### ***Modelos de ataque especulativo con base en la bancarrota***

Este grupo de modelos se basa en la hipótesis de que los países “emergentes” cuentan con mercados financieros poco desarrollados e ineficientes; condición suficiente para que la propia dinámica del sistema crediticio provoque las crisis.

La idea es que existe una asincronía generalizada entre las empresas en sus períodos de recuperación de las inversiones realizadas y los programas de amortización de deudas (maturity mismatch), de forma tal que las instituciones crediticias, en la medida en que otorgan cada vez más crédito a más largo plazo, financiándose con recursos internos o externos de corto plazo, enfrentan un mayor riesgo de quiebra.

En la medida en que los países “emergentes” se comprometen en programas de crecimiento de gran envergadura, la naturaleza misma de los proyectos con largos plazos de maduración y elevados requerimientos de inversión, presionan a la banca a realizar financiamientos a largo plazo, con recursos obtenidos a corto plazo, debido a la falta de desarrollo de los mercados de capital. Se acude así a los mercados bursátiles o a los mercados internacionales. Situación que origina un paulatino desbalance en la posición de reservas de los bancos para enfrentar una retirada contingente de recursos.

Esta situación generalizada de riesgo permanente de falta de liquidez entre las empresas y el sistema bancario, irónicamente, no resulta de errores de planeación, sino de una dinámica perversa de la estructura de financiamiento. El crecimiento hace cada vez más frágil al sistema financiero y en cualquier punto, una quiebra importante o cualquier perturbación se contagia rápidamente al resto de la economía.

La falta de liquidez se refleja en los flujos de caja de todo el sistema, generando temor entre los acreedores de una posible quiebra, lo que precipita una restricción crediticia o una “corrida bancaria” que crea las condiciones para un ataque especulativo.

Los intentos de las empresas o los bancos por deshacerse de sus activos para enfrentar la contingencia, agrava el problema, puesto que provoca la caída de los precios de los activos y

hace imposible cubrir la totalidad de los pasivos, teniendo como único resultado la destrucción generalizada del capital fijo de las empresas y la confirmación de los temores de los acreedores: La crisis se autogenera y se autovalida.

“En este contexto, la combinación de un sistema financiero que presenta una restricción de liquidez con un sistema de tipo de cambio fijo puede ser letal. Como destacan Kaminsky y Reinhart (1999) en los países emergentes víctimas del “*pecado original*”, los ataques especulativos sobre el tipo de cambio y las dificultades de los bancos comerciales están estrechamente correlacionadas y muy a menudo desencadenan “*crisis gemelas*” o *twin crises* que “*se autogeneran*” y “*se autoalimentan*”.

Ello se explica porque cuando surge una crisis bancaria, estabilizar el sistema bancario y mantener simultáneamente el sistema de tipo de cambio fijo son objetivos mutuamente incompatibles. Un banco central puede intentar luchar contra una crisis bancaria disminuyendo los tipos de interés para evitar la quiebra de muchas entidades o actuando como prestamista de última instancia para aligerar la falta de liquidez del sistema. Pero entonces, paradójicamente, los agentes financieros pueden usar el excedente de moneda nacional para comprar reservas, atacar la moneda nacional y forzar su devaluación.

Desde esta óptica, la crisis resulta inevitable cuando las expectativas de los inversores se tornan pesimistas en un escenario donde coinciden simultáneamente un sistema de tipo de cambio fijo y una restricción acusada de liquidez. La única opción para las autoridades económicas será escoger qué clase de crisis quieren experimentar: una crisis bancaria o una crisis cambiaria.” (Ripoll i Alcón, 2003,44)

El análisis clásico de pánico bancario fue descrito formalmente por Dybving & Diamond (1983) y constituye la base de este grupo de modelos de tercera generación, el cual fue desarrollado, entre otros por Graciela Kaminsky, Carmen Reinhart (1999) Olivier Jeanne y Charles Wyplosz (2001), para explicar las relaciones entre especulación, devaluación y corridas bancarias.

El modelo de Jeanne y Wyplosz, considera una economía abierta con dos períodos (t=1,2); los agentes son los bancos privados, los depositantes y el Banco Central doméstico y dos monedas (peso y dólar). Se supone que el tipo de cambio satisface la condición de paridad de interés descubierta.

$$S_1 = \frac{1+i}{1+i^*} s_2^e \quad (1)$$

Donde  $s_2^e$  es la paridad esperada en el período 2 e  $i, i^*$  las tasas de interés nacional e internacional sin riesgo en el período 1.

Los depósitos son denotados por  $D(j)$  y  $D^*(j)$  y los flujos de ingresos por  $R_t(j)$  y  $R_t^*(j)$ ;  $j$  es el banco y el asterisco la denominación en dólares, en el periodo  $t$ . Los retiros son aleatorios y pagan intereses denominados en la moneda de depósito. Para realizar el pago, los bancos venden activos. El supuesto clave es que los mercados de activos son líquidos y perfectamente competitivos, los activos se venden a valor presente.

El banco  $j$  es solvente sí y solo sí, el valor presente de su flujo de ingresos excede el valor de los depósitos recibidos:

$$D^*(j) + S_1 D(j) \leq R_1^*(j) + \frac{R_2^*(j)}{1+i} + S_1 \left( R_1(j) + \frac{R_2(j)}{1+i} \right) \quad (2)$$

Cuando esta condición no se cumple, se origina una corrida bancaria. El equilibrio es único a nivel de banco individual y es provocada por deterioros en el balance (balance sheet) ante cambios en  $S_j$  ó  $i, i^*$

Un caso extremo donde existen desequilibrios monetarios y de balance (maturity mismatch) el banco no recibirá ingresos en divisa sino únicamente en moneda nacional en el período 2, es decir:  $R_1^*, R_2^*, R_1, D = 0$ , nuevamente el banco será solvente si los ingresos son mayores que los retiros:

$$D^*(j) \leq \frac{S_2^e}{1+i^*} R_2(j) \quad (3)$$

Como se observa de la ecuación 3, la solvencia bancaria depende del tipo de cambio esperado; si  $s_2^e$  va a la baja, un número cada vez mayor de bancos entrará en default.

$$n = N(S_2^e) \quad (4)$$

con  $N' < 0$ ,  $n$  es el número de bancos

Esta relación entre las corridas bancarias y el tipo de cambio esperado, al igual que en los modelos de segunda generación con cláusula de escape, implican una respuesta política endógena de las autoridades ante el impacto de las corridas bancarias en la actividad real. Suponiendo que el producto en el período 2 está dado por una curva de Phillips aumentada por un término que incluye el impacto de la corrida en el período 1, considerando la ley de un solo precio, se puede expresar en términos de tipo de cambio:

$$Y_2 = \bar{Y} - \alpha(S_2 - S_2^e) - f(n) \quad (5)$$

Con  $f(0)=0$ ,  $f' > 0$  Donde  $\bar{Y}$  es el nivel natural del producto y  $n$  el número de bancos sujetos a corrida en el período 1

La corrida bancaria provoca una interrupción del crédito. La función  $f(*)$  caracteriza la pérdida de producción del período 2 dependiente del número de bancos en default en el período 1.

El gobierno minimiza la función de pérdida considerando:  $L_2 = (Y_2 - \bar{Y})^2 + \beta(S_2 - \bar{S})^2$ . Como se utiliza la ley de un solo precio ( $P=P^*$ ) la ecuación captura la aversión a la inflación (deslizamiento del tipo de cambio) (Barro-Gordon). Si actúa discrecionalmente minimizando el tipo de cambio en el período 2, utilizando la ecuación 5 para sustituir  $Y$  en  $L$  y minimizando en  $S$ , tenemos que el tipo de cambio en el período 2 es función del número de bancos en default y la paridad esperada.

$$S_2 = \frac{1}{\alpha^2 + \beta} (\beta \bar{S} + \alpha^2 S_2^e - \alpha f(n)) \quad (6)$$

El tipo de cambio en el período 2 es decreciente con el número de bancos (capacidad crediticia) en default. Estabilizar los precios (o la paridad) extiende la crisis bancaria.

Bajo el supuesto de expectativas racionales el tipo de cambio esperado coincide con el real, es decir, no existe incertidumbre. En estas condiciones un equilibrio de Nash en el cual cada depositante decide cuándo retirar, dadas las acciones de los otros depositantes se obtiene

reemplazando  $s_2^e$  por  $S_2$  en las ecuaciones 4 y 6 tenemos el número de bancos en default y el tipo de cambio del período 2

$$\begin{cases} n = N(S_2) & \text{Desequilibrio monetario (CM)} \\ S_2 = \bar{S} - \frac{\alpha}{\beta} f(n) & \text{Crisis crediticia (CC)} \end{cases}$$

La primera relación (CM) establece la liga entre el número de bancos en default y el tipo de cambio; la segunda la relación entre la quiebra bancaria y el tipo de cambio. Como se señaló en la ecuación 6, la relación surge porque las autoridades deprecian la moneda en respuesta a la crisis crediticia.

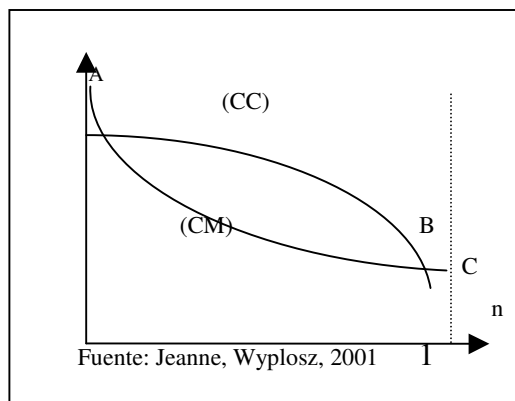
Tenemos entonces:

$$S_2 = \frac{n}{N}$$

$$S_2 = \bar{S} - \frac{\alpha}{\beta} f(n)$$

Graficando ambas curvas con el tipo de cambio en el eje “y” y el número de bancos en default en el eje “x”, ambas curvas con pendiente negativa.

Se observan entonces equilibrios múltiples en A y B



En el punto A pocos bancos entran en crisis debido a una ligera depreciación de la moneda, son bancos verdaderamente insolventes. En el punto C la fuerte depreciación provoca la quiebra de la mayoría de los bancos. El punto B es un equilibrio inestable debido a que una ligera variación negativa en la expectativa del tipo de cambio lleva a la economía al punto C.

La conclusión más importante de lo anterior es que, incluso si se consideran las corridas bancarias como auto-validantes, ningún banco entrará en crisis a menos que realmente sea insolvente. (Jeanne, 2001,18)

Ahora bien, el problema central de las autoridades en medio de la crisis es ¿qué hacer con la tasa de interés?. Hay dos puntos de vista:

- i) elevarla para defender la moneda, mientras pasa la crisis, o
- ii) mantenerla baja para que el tipo de cambio busque su equilibrio y sanear la economía.

En el primer caso se argumenta que elevarla es autodestructivo, eleva los costos para las empresas y empeora la crisis bancaria (Furman, Stiglitz, 1998). En el segundo caso, el argumento central es que permitir la depreciación de la moneda no es viable cuando hay problemas de desequilibrio en los balances de divisas bancarios y de las empresas, porque eleva los niveles de endeudamiento, los costos por servicio de deuda y deteriora -además- la capacidad de apalancamiento.

El modelo permite concluir que la política monetaria no ofrece las herramientas adecuadas para resolver crisis gemelas. Altas o bajas tasas de interés son inefectivas. En realidad, la estimación de equilibrios múltiples no incluye la tasa de interés como elemento determinante. Esto se observa en la ecuación número 3, la cual se descompone en:

$$P^* = \frac{1}{1+i} \frac{(1+i)S_2^e}{1+i^*}$$

El primer término del lado izquierdo es decreciente con  $i$ , mientras que el segundo, creciente. En el primer caso mina la solvencia bancaria depreciando el peso. En el segundo la mejora apreciando la moneda doméstica. Los efectos se cancelan, esto es, la tasa de interés es irrelevante como instrumento para resolver crisis gemelas. (Jeanne, 2001,20)

### ***Modelos de ataque especulativo basados en la estructura financiera (Balance-sheet)***

Otra versión de modelos de tercera generación sostenida por Paul Krugman, hace énfasis en los problemas financieros reflejados en el balance de las empresas:

“... en una economía sin controles a las entradas de capitales y donde el tipo de cambio se usa como ancla nominal, el nivel de endeudamiento exterior aumentará precipitadamente durante un período de expansión económica, cuando las necesidades de financiación que impone un volumen de inversión creciente no pueden ser cubiertas por el ahorro nacional. En este contexto, la inexistencia de mercados financieros donde poder cruzar operaciones a medio y largo plazo

dificulta la posibilidad de cubrir el riesgo cambiario de operaciones denominadas en moneda extranjera y, esta circunstancia compromete el equilibrio económico y financiero de las empresas nacionales en presencia de una devaluación.”(Ripoll i Alcón, 2003,46).

Elevado endeudamiento en moneda extranjera y devaluación es una combinación letal. Los Balances de las empresas, ante la devaluación reflejan inmediatamente un grave deterioro que puede significar incluso una ‘quiebra técnica’ generalizada.<sup>13</sup> El crecimiento de los pasivos por el efecto cambiario elimina la capacidad de endeudamiento y deprecia los activos, las garantías resultan insuficientes y los flujos de efectivo se ven presionados por el incremento en el costo real de financiamiento, generando problemas de liquidez.

“La naturaleza de los costes es macroeconómica y el aspecto fundamental de la crisis no es tanto la falta de liquidez sino la huida de capitales del país y el “*problema de transferencia*”, es a decir, el impacto de la devaluación sobre el tipo de cambio real, su efecto sobre el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos y sobre la actividad productiva.”(Ripoll i Alcón, 2003,45)<sup>14</sup>

La crisis puede ser entonces devastadora y el elemento disparador se hace impredecible, pudiendo ser incluso resultado de una estrategia competitiva que perciben la fragilidad del sistema financiero y la aprovechan para apoderarse de mercados rivales.

La dinámica de la crisis de tercera generación puede ser explicada con base en la propuesta formalizada de Krugman que utiliza una versión simplificada del modelo de Mundell – Fleming a partir de la cual se analiza el comportamiento del mercado de bienes y servicios; del mercado de dinero y divisas; y del equilibrio simultáneo de ambos mercados.

La primera ecuación define la igualdad de oferta (Y) y demanda agregadas, esta última compuesta por la demanda interna o (absorción DI) y las exportaciones netas (XN).

$$Y = DI\left(Y, i, \frac{e \cdot p^*}{p}\right) + XN\left(\frac{e \cdot p^*}{p}, y\right)$$

---

<sup>13</sup> Jan Kregel en su trabajo “Flujo de capitales, fragilidad e inestabilidad financiera en el desarrollo económico” recuerda que este planteamiento de las crisis financieras basadas en el deterioro del margen de seguridad de los flujos financieros fue originalmente planteado por Minsky. De acuerdo con Minsky las empresas al ver deteriorado su flujo de efectivo pasa de posiciones “con cobertura” a “especulativas” y finalmente a “ponzi”.

<sup>14</sup> Originalmente el llamado problema de transferencia fue debatido durante la década de los 20’s del siglo pasado entre Keynes y Ohlin. Según Paul Krugman, la crisis thailandesa es un ejemplo clásico de este problema.

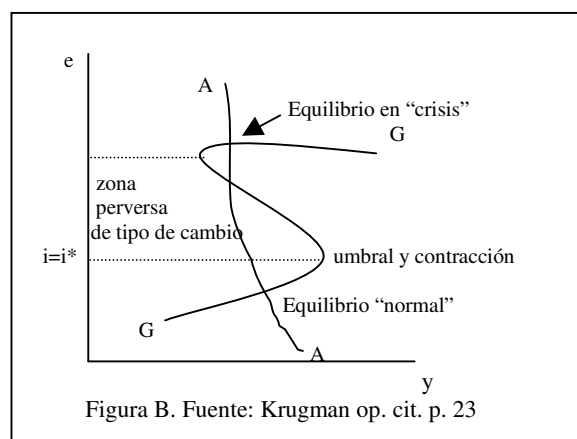


A partir de esta ecuación, graficando la relación entre tipo de cambio real e ingreso para mercados en equilibrio se puede observar que a muy bajo tipo de cambio, el impacto de pequeñas depreciaciones (devaluaciones) no tiene un efecto importante sobre el balance de las empresas, mientras que a muy altos niveles, las empresas simplemente no invierten utilizando fondeos en moneda extranjera, debido a su costo. En una banda intermedia, sin embargo, una depreciación (devaluación) puede impactar los balances de las empresas con altos niveles de endeudamiento en moneda extranjera, llevándolas a la quiebra con la consecuente depresión de la actividad económica, lo cual se refleja como una curvatura y retroceso de la curva de equilibrio.

Como consecuencia, existen múltiples equilibrios que reflejan la naturaleza de la crisis que se “autogenera” y se “autovalida”.

Una segunda ecuación en el modelo establece el equilibrio del mercado monetario en términos reales:

$$\frac{M^d}{P} = L(Y, i) = \frac{M(E)}{P} = \frac{M^s}{P}$$



A partir de ella, el “miedo a flotar” empuja a la Banca Central a intervenir en el mercado de divisas ante cualquier variación no deseada, lo cual implica que el tipo de cambio nominal y la oferta monetaria real se mueven en sentido contrario: una depreciación (devaluación) orilla a la Banca Central a vender divisas a cambio de moneda nacional, con lo que disminuye la base monetaria y la oferta monetaria real. (Ripoll i Alcón, 2003, 50-51)

Finalmente, la tercera ecuación establece la condición de arbitraje en el mercado de divisas, en presencia de activos financieros imperfectamente sustituibles.

$$i = i^* + d + \rho$$

“En este escenario, el equilibrio del mercado de divisas requiere que los tipos de interés nacionales sean iguales a la rentabilidad esperada de una inversión en moneda extranjera ( $i^* + d$ ), más una prima de riesgo ( $\rho$ ), que mide el diferencial de riesgo entre los bonos nacionales y los bonos extranjeros.”(Ripoll i Alcón, 2003,50).

Considerando por simplicidad que la tasa de depreciación y la prima de riesgo son constantes, tenemos que:

$$d = \frac{E^e - E}{E}$$

A partir de lo anterior, si se consideran las condiciones de equilibrio resumidas en las tres ecuaciones del modelo, se puede deducir que para cualquier nivel de renta nacional existe un único tipo de cambio nominal que satisface la condición de paridad de tasas de interés, así como una relación inversa entre el ingreso nacional y el tipo de cambio nominal.

## **Conclusiones**

En resumen, la literatura existente respecto de las crisis y los ataque especulativos sufrió un cambio a partir de la década de los noventa.

Los enfoques analíticos de Marx, Keynes, Kindleberger, strange, Minsky, Pérez y muchos otros economistas, fueron duramente criticados y, aunque no fueron rebatidos, perdieron toda influencia en la conducción económica y política de los países.

Apareció entonces una nueva tendencia en el análisis, basada en la modelación matemática y el concepto de “expectativas” -adaptativas o racionales-, que pretendió demostrar la existencia de una nueva realidad económica en cuya base estaba la expansión del capital financiero a todos los rincones de la tierra, desarticulando las barreras, controles y políticas nacionales existentes para permitir la libre circulación del capital.

La ola de crisis económico-financieras que acompañó esta “apertura” dio lugar a una nueva generación de análisis en los cuales el “agente económico” tenía que ser determinante en el

impulso o freno de las crisis. Se concibe a sí mismo como un especulador consciente y activo que cuenta con el instrumental técnico de las nuevas teorías administrativas y financieras.

La denominada primera generación de modelos de ataque especulativo que atribuye las crisis a “errores de política”, da lugar a una segunda generación de modelos en la cual inversionistas pueden acceder a los mercados internacionales de capital en busca de utilidades, entonces los equilibrios se vuelven indeterminados, múltiples, y el especulador actúa en función de la respuesta esperada de los gobiernos ante su permanente búsqueda de oportunidades. Con ello, los tipos de cambio fijos se convierten en una carga riesgosa y costosa para los gobiernos y el agente especulador realiza un ataque sistemático en cada uno de los países donde se sostiene, en busca de utilidades. El régimen de tipo de cambio fijo existente en la mayoría de los países, se convierte en un “caput mortuum” y el orden financiero internacional pasa a una nueva etapa con tipos de cambio flexibles.

La tercera generación de modelos resalta esta situación, la importancia central de los aspectos financieros en la generación y prevención de las crisis. Existen equilibrios indeterminados, pero los “margenes de seguridad” de las “hojas de balance” de los gobiernos lo reflejan de inmediato. Porque nada cambió en ese enfoque desde 400 años antes. Las empresas multinacionales exploran alternativas de inversión y de utilidad en mercados secundarios considerando las posibilidades de arbitraje en mercados monetarios o en las bolsas de valores y operan maximizando el valor neto de sus portafolios. Las crisis financieras de los países son así resultado de los negocios multinacionales, de la maximización de utilidades de los corporativos que explotan las debilidades o desequilibrios resultantes de las políticas ineficientes o de la inmadurez y falta de control de los mercados financieros locales. La magnitud del costo social que esto implica conduce finalmente al reclamo generalizado de control y de reordenamiento de la arquitectura financiera internacional.

Y es que efectivamente la punta de lanza del proceso globalizador fue la innovación y la liberalización financiera impuesta bajo fuerte presión sobre los gobiernos debilitados por la crisis de deuda de principios de los ochenta<sup>15</sup>, ejercida tanto por el capital transnacional como

---

<sup>15</sup> También existían fuerzas internas que apoyaban este proceso en los países emergentes. La apertura comercial y financiera ha descansado tanto en los teóricos neoliberales como en los intereses de las empresas financieras nacionales y multinacionales cuya rápida expansión

por las instituciones financieras internacionales, que favoreció el establecimiento de la política neoliberal a nivel planetario durante la década de los ochenta y los noventa; proceso enmarcado en “...una serie de crisis que asumieron una forma sin precedentes, lo que no deja de desconcertar a los ministros de hacienda y a los banqueros centrales. Más aún, las evoluciones observadas hacen dudar sobre la estrategia y los planes de ajuste del Fondo Monetario Internacional, que se fundamentan en una idea simple: “el mismo modelo, la misma crisis, la misma terapia para todos.” (Boyer, 1999,36)

Aparentemente el problema era la velocidad de apertura y la falta de regulación. No era posible abrir la cuenta de capital bajo sistemas de tipo de cambio fijo que imperaba en la mayoría de los países como herencia de los acuerdos de Breton Woods. Sin embargo la experiencia de una crisis tras otra eliminando las barreras a la circulación del capital, revela que no existía aprendizaje o que había un interés por desestabilizar las finanzas de esos países.

Los modelos econométricos desarrollados -nuevamente- reflejan esa historia. Un modelo para cada crisis y siempre una nueva modalidad de crisis que la modelística no podía predecir. La econometría impulsada por las corrientes neoclásica y neokeynesiana, principalmente, demostró su incapacidad macroeconómica para controlar las crisis, pero se convirtió en una poderosa herramienta en manos de los grandes conglomerados transnacionales que operan en los mercados monetarios y financieros.

Recapitulando, como señala Eichengreen, las distintas generaciones de modelos documentan las oleadas de crisis que se presentaron en las últimas tres décadas del siglo pasado, y reflejan el proceso de globalización financiera que ocurrió en ese período. No es más que una de las modalidades del proceso de acumulación. Por eso, me resultan extrañas las críticas que hicieron y siguen haciendo algunos “economistas” que niegan o soslayan la influencia, e incluso, la existencia de consorcios transnacionales especulativos como las empresas de Soros, Bufet y muchos otros. Esas empresas (personas morales), cumplen su papel en la *‘fabricación de crisis’*; y se han convertido en uno más de los modernos y lucrativos negocios corporativos internacionales

---

internacional en EU, Europa y Japón durante los 70 y 80 enfrentó y eliminó esas barreras. Contó también la simpatía de los grupos tradicionalmente conservadores de políticos, ministros de finanzas y banqueros centrales, a menudo los más entusiastas promotores. (Helleiner,



## CAPÍTULO 4. EL CONCEPTO DE "CONTAGIO"

Como señala Graciela Kaminsky:

“Sin duda, los historiadores recordarán el principio de los 80’s como un período de crisis sistémicas en mundo emergente. Los países latinoamericanos, con sus pesadas deudas, cayeron como fichas de dominó en un abismo de sucesivas devaluaciones, crisis bancarias y profundas y prolongadas recesiones. Varios países en Asia fueron también sacudidos. En esos tiempos, se concedió poca atención a la posibilidad de que las crisis financieras pudieran ser contagiadas. Posiblemente porque mucha de la culpa de la crisis fue puesta sobre las ineficientes políticas domésticas y las altas tasas de interés en los Estados Unidos.”<sup>1</sup>

Es claro que la transmisión internacional de los shocks financieros no es fenómeno nuevo, “lo nuevo, o al menos sorprendente” -como señala Edwards (2000)-, son las vías y la severidad en que naciones muy distantes y aparentemente poco relacionadas, son afectadas<sup>2</sup>.

En la literatura económica se utilizaba el concepto de “canales de propagación” para explicar la forma como una crisis en un país determinado afecta el nivel de actividad en otro, pudiendo originar una crisis en este último. Los canales convencionales que se habían estudiado fueron los siguientes (Pastor, 1999, 47-48):

- Comercial: La crisis en un país A reduce sus importaciones, entre ellas las provenientes del país B, con lo que la demanda agregada y las entradas de divisas se reducen en B. La magnitud del impacto dependerá del peso de las compras del país A en las exportaciones totales del país B.
- Bancario: La quiebra generalizada provoca un aumento en la morosidad de un país, lo que afecta al sistema bancario de los países acreedores que se ven obligados a efectuar provisiones y contraer su crédito. Por otra parte, la necesidad de equilibrar los balances puede obligar a las entidades a liquidar posiciones en renta fija o variable, mientras que se

---

<sup>1</sup> “No doubt, historians will remember the early 1980s as a period of systemic crisis in the emerging world. The Latin American countries, with their high debt burdens, fell like dominoes into an abyss of successive devaluations, banking crises, and deep and protracted recessions. Several countries in Asia were also deeply shaken. Yet, possibly, because much of the blame was placed on poor domestic policies and high real interest rates in the United States, little attention was given at the time to the possibility that financial crises could be contagious. After the Tequila crisis of 1994-95, the Asian flu of 1997, and the Russian virus of 1998, not to mention the Exchange Rate Mechanism Crisis of 1992 and 1993, economists are now producing a growing volume of research on the “new” subject of contagion.” (Kaminsky, 1999,2)

<sup>2</sup> “The international transmission of financial shocks is not a new phenomenon. What is new, or at least surprising, is that shocks originating in a particular country affect, in a very severe and unexpected way, nations that are very distant and that appear to be largely unrelated to the shock originator. Examples of this type of situation include, among other, the transmission of turmoil from Hong Kong to Mexico and Chile in 1997; and the dramatic spillover of the Russian crisis of August 1998 into Mexico and other Latin American countries. In this section I provide some preliminary evidence of “contagion” episodes during the second half of the 1990s.” (Edwards,2000, 2-3)

origina una fuga de los activos con riesgo (“flight to quality”), con lo que se ejerce una presión vendedora en los mercados financieros. El impacto se transmitirá rápidamente cuando la banca opera simultáneamente en otros países además del afectado por la crisis o cuando el nivel de endeudamiento de éste con un país determinado, sea muy alto.

- Bursátil: la presión vendedora de los activos se refleja en los niveles de cotización, provocando inestabilidad. Si los mercados financieros del país en crisis son referentes de otros países o guardan estrecha relación, la crisis puede transmitirse.
- Real: la fuga del riesgo y la contracción del crédito reducen la inversión productiva, afectando también las expectativas de las empresas.

Fue a partir del “efecto tequila” con la crisis mexicana de 1994-1995 y particularmente después de la “gripe asiática” o también llamada “efecto arroz” y del “virus ruso”, igualmente conocido como “efecto vodka” en 1997-1998, cuando se comenzó a utilizar el término “contagio” para explicar las causas y mecanismos de propagación de la crisis de un país a otros.

El concepto se ha definido de diferentes formas:

“En uno de los primeros estudios sobre el concepto, Guillermo Calvo y Carmen Reinhart (1996) distinguieron entre ‘contagio basado en los fundamentales’, el cual surge cuando el país ‘infectado’ está relacionado con otros, vía comercio o finanzas y, contagio ‘verdadero’, cuando los ‘shocks’ comunes y todos los canales potenciales de interconexión no existen o han sido controlados.”<sup>3</sup>

Más tarde, el mismo autor asocia el ‘contagio verdadero’ la existencia de información asimétrica que provoca comportamientos de “rebaño” por parte de los inversionistas, incluso cuando éstos se consideran “racionales” (Calvo y Mendoza, 1998). Eichengreen (1996) y más tarde Glick y Rose (1998) enfocan el contagio como un caso donde el conocimiento de que hay una crisis en algún otro lugar, aumenta la probabilidad de una crisis local (“wake-up call hypothesis”).<sup>4</sup>

---

<sup>3</sup> “Yet, contagion has been understood to be different things across different studies. Crises could be synchronous across countries because of a common adverse shock (i.e. a rise in world interest rates). But symmetric shocks are usually not included in most definitions of contagion. In an early study on the subject, Calvo and Reinhart (1996) distinguish between fundamentals-based contagion, which arises when the infected country is linked to others via trade or finance, and “true” contagion which is the kind that arises when common shocks and all channels of potential interconnection are either not present or have been controlled for. Most often, true contagion is associated with herding behavior on the part of investors -be it rational, as in Calvo and Mendoza (1998), or not.” (Kaminsky, 1999, 2)

Otro grupo de analistas revive el concepto de “devaluaciones competitivas” de Ragnar Nurkse, para explicar las devaluaciones “sincronizadas” como producto de la competencia entre países que compiten en un mercado común. Kodres y Pritsker (1998) enfatizan el papel de inversionistas que realizan operaciones cruzadas de cobertura de riesgos macroeconómicos y de la diversificación internacional de portafolios. Especuladores aprovechando la información asimétrica y corredores atrapados en la necesidad de hacer líquidas las inversiones o utilidades realizadas en países que entran en crisis.<sup>5</sup>

Kaminsky (1999) hace énfasis en el papel de los prestamistas, particularmente la expansión durante los 80's, de los créditos de los bancos norteamericanos en América Latina, o de la banca japonesa en el sudeste asiático en los 90's, que al expandirse en su zona de influencia, se exponen al riesgo, pero al exigir la recuperación de sus créditos y cerrar las líneas de crédito, amplifican y propagan la crisis.<sup>6</sup>

En resumen, el concepto de "contagio" hace referencia al surgimiento de perturbaciones en los mercados financieros de un país como resultado de problemas en otro. La literatura sobre el tema ha presentado varias propuestas que pueden resumirse en dos vías de contagio: un contagio mecánico inducido por la interdependencia comercial y financiera (fundamental-based contagion) y un contagio psicológico que afecta la conducta de los inversionistas. Este contagio psicológico ('puro' según Masson o 'shift contagion' según Forbes y Rigobon) enfatiza el hecho de que la transmisión de una crisis puede ser resultado del comportamiento de los inversionistas, más que de los fundamentos macroeconómicos del país afectado<sup>7</sup>.

---

<sup>4</sup> “As noted, the definition of contagion has varied considerably across papers. Eichengreen, et. al. (1996) focused on contagion as a case where knowing that there is a crisis elsewhere increases the probability of a crisis at home.” (Kaminsky, 1999, 4)

<sup>5</sup> “The bulk of the empirical literature suggests that there is evidence of contagion, be it of the fundamentals-based spillovers or of the animal spirit, sunspot variety. Very few studies, however, have aimed at examining the possible underlying causes. Eichengreen, et.al. (1996) attempted to discriminate among a bilateral trade link channel and a “wake-up call hypothesis,” where similarities to the crisis country in fundamentals lead investors to reassess the risk of the other countries. Glick and Rose (1998) studied these issues further in a broader country context, while Wolf (1997) sought to explain the pairwise correlations in stock returns by bilateral trade and other common macroeconomic fundamentals. All studies conclude that trade linkages play an important role in the propagation of shocks. Because trade tends to be more intra- than inter-regional in nature, some of these studies conclude that this helps explain why contagion tends to be regional rather than global. With a couple of exceptions, financial sector linkages have been largely ignored (see Baig and Goldfajn, 1998, Frankel and Schmukler, 1998 and Kaminsky and Schmukler, 1999)”. (Kaminsky, 1999, 4-6)

<sup>6</sup> “One potential channel of transmission that has been largely ignored in the contagion literature but that is stressed in this paper is the role of common lenders, in particular commercial banks. U.S. banks had an extensive exposure to Latin America in the early 1980s, much in the way that Japanese banks did during the Asian crisis of 1997. The behavior of foreign banks can both exacerbate the original crisis, by calling loans and drying up credit lines, but can also propagate crises by calling loans elsewhere. The need to re-balance the overall risk of the bank's asset portfolio and to recapitalize and provision following the initial losses can lead to a marked reversal in bank credit across markets where the bank has exposure.” (Kaminsky, 1999, 5)

<sup>7</sup> “De manière générale, la contagion fait référence à l'extension des perturbations des marchés financiers d'un pays vers les marchés financiers d'autres pays. On oppose deux types de contagion: une *contagion mécanique* induite par les interdépendances réelles et financières entre pays (Calvo et Reinhart, et Kaminsky et Reinhart, parlent de fundamentals-based contagion) et une *contagion psychologique* qui met en jeu le



Como sea, la importancia práctica de las investigaciones que se realizaron sobre el concepto de “contagio” es que buscaron dar respuesta a tres problemas centrales (Edwards, 2000,1):

- ¿Cuáles son los canales de propagación de las crisis financieras?
- ¿Por qué unas crisis se amplían tan rápida y violentamente, mientras que otras quedan restringidas a un solo país?
- ¿Qué se puede hacer para reducir la vulnerabilidad a choques financieros externos?

El resultado de las investigaciones empíricas arroja algunas conclusiones importantes: Kaminsky confirma la importancia de los canales tradicionales de transmisión, pero resalta el hecho de que el desarrollo de nuevos instrumentos financieros que acompañaron al proceso de desregulación y liberalización de los mercados de capitales en los países denominados “emergentes” (mutuales, coberturas, derivados, opciones), elevó la exposición al riesgo e introdujo canales de transmisión no existentes antes del proceso de globalización.

La quiebra generalizada de la primera generación de “Fondos”, por ejemplo del "fondo de los novel", Long Term Capital Management (LTCM), en 1998, que introdujo inestabilidad en todo el sistema financiero internacional por la magnitud y ramificación de sus operaciones y obligó al rescate por parte de la FED, refuerza esta idea. Masson (1998) Rodrik y Velasco (1999), Edwards (2000), por su parte, explican la violencia de la propagación por cambios en el funcionamiento macroeconómico derivado de la liberalización de la cuenta de capital con tipos de cambio fijo, que provocan la existencia de equilibrios múltiples. Con ello, las expectativas de los inversionistas se hacen susceptibles de pasar de un buen a un mal equilibrio. Calvo y Mendoza (2000) enfatizan los problemas del costo de la información y la información asimétrica que introducen fragilidad en la toma de decisiones de los inversionistas, que responden entonces a sentimientos o rumores, concluyendo en la conveniencia de los denominados “amarres duros” o soluciones de esquina (dolarización o control absoluto del cambio fijo) para prevenir la transmisión de las crisis. Goldstein, Kaminsky y Reinhart (1999)

---

comportement des investisseurs. Cette contagion psychologique (contagion pure selon Masson ou *Shift contagion* selon Forbes et Rigobon) met en lumière le fait que la transmission d'une crise peut être liée davantage au comportement des investisseurs qu'à l'évolution des fondamentaux macroéconomiques des pays concernés.” (Marais, 2003, 2)

resaltan que una crisis juega el papel de “¡despierta! (wake up call)” para que los inversionistas y los gobiernos revisen sus modelos y portafolios buscando menor riesgo o mayor cobertura<sup>8</sup>.

Finalmente, respecto de la reducción de la vulnerabilidad, una corriente cada vez más amplia de economistas ha retomado las propuestas de regulación y control ya planteadas por Keynes para reordenar la arquitectura financiera internacional y los flujos de capital. Partiendo de esa propuesta y la de los impuestos sobre los flujos, presentada por Tobin, autores como Kaminsky, Portes, Eichengreen e incluso Joseph Stiglitz, aceptan la necesidad de reordenar la “arquitectura financiera” mundial. Como señala Stiglitz, “La volatilidad de los mercados es una realidad inescapable. Los países desarrollados necesitan administrarla. Tienen que considerar políticas que ayuden a estabilizar la economía.”<sup>9</sup> El 'blindaje financiero' como medida de protección sigue siendo, sin embargo, la primera medida de los gobiernos para atender este problema.

---

<sup>8</sup> “We have examined the incidence of contagion and some of the channels through which fundamentals-based contagion can arise. Some of the arrangements that have linked countries together are quite old--trade in goods and services and strong ties through a common bank lender and can help shed light on earlier crises clusters, like the debt crisis of the early 1980s. Indeed, trade links and exposure to a common creditor appear to help explain the observed historical pattern of contagion. Yet, one should be cautious about extrapolation, as some of the channels through which shocks are transmitted are relatively new to emerging markets. After all, less than a decade ago there were only a handful of mutual funds that had any exposure to emerging markets to begin with. Cross-market hedges have become commonplace in emerging market trades. Clearly, these financial market channels need to be better understood and quantified if policymakers around the globe hope to develop a “financial architecture” that makes countries less crisis prone and susceptible to contagion.” (Edwards, 2000, 18)

<sup>9</sup> “A number of authors have recently argued that the extent of economic contagion has been greatly magnified by capital mobility. According to this view, controls on capital inflows constitute an effective way of reducing, and even eliminating, countries’ vulnerability to external shocks. Joseph Stiglitz (1999), until recently the World Bank’s Chief Economist, has said: “Volatile markets are an inescapable reality. Developing countries need to manage them. They will have to consider policies that help stabilize the economy...These could include ... *Chilean-style policies that put some limits on capital flows* (emphasis added).” See also Ito and Portes (1998) and Eichengreen (1999).” (Edwards, 2000 12)

## CAPÍTULO 5. LA PERSPECTIVA FINANCIERA

### 5.1. Concepto y objeto de la especulación financiera

Desde una perspectiva financiera, la especulación es un hecho económico permanente. Se define simplemente como la compra de activos cuando están baratos y su venta cuando están caros<sup>1</sup>. No se debe confundir, sin embargo con la simple actividad comercial o con el comercio específico de activos financieros (valores), porque el objetivo central del especulador no es anticipar el precio del activo para comprarlo o venderlo, sino *anticipar la expectativa que tiene el mercado* sobre ese instrumento, para obtener ganancias extraordinarias anticipándose a la reacción de todos. La correcta anticipación le permite tomar posición favorable y obtener sus utilidades.

El problema práctico que se le plantea es saber cuando comprar y cuando vender. Para resolver ese problema, las primeras técnicas de decisión utilizadas fueron el 'Análisis fundamental' y el 'Análisis Técnico'.

"...ambas escuelas tienen en común la creencia de que los factores que influyen en los precios y las informaciones relativas a los mismos generan tendencias y no saltos bruscos e instantáneos, ya que el conocimiento de estos hechos por parte de los inversores es imperfecto, y la asimilación que hace el mercado es gradual. Asimismo, en ambos casos se presta atención, como base del estudio, al título individual, dejando a un lado la diversificación de la inversión como medio de reducción del riesgo, es decir, la unidad de análisis no es la cartera sino el título." (Álvarez, 2005, 19)

#### **Análisis fundamental**

Las técnicas básicas de especulación financiera nacieron a principios del siglo pasado. Se considera que los creadores del análisis fundamental fueron Krishman, Graham y Dodd con sus obras 'Principles of investments' y 'Security analysis'; más tarde sus trabajos fueron

---

<sup>1</sup> Este subtema está desarrollado en base al trabajo de Alfonso Álvarez González, Análisis bursátil con fines especulativos: un enfoque técnico moderno.

desarrollados por Timbergen, Macaulay, Williams, Gordon, Shapiro, Modigliani, Miller, Salomon y muchos otros economistas y financieros.

La hipótesis central del análisis fundamental es que el valor de cualquier activo tiene un "valor intrínseco", determinado por la ejecución financiera de la empresa (reflejada en sus estados financieros [si no hay "creatividad"]) y determinada por la totalidad de eventos significativos que influyen en la trayectoria de la empresa (entorno macroeconómico), que se deben incluir en el análisis<sup>2</sup>.

A partir de esa hipótesis, la regla de decisión es simple:

- Si el precio del activo es inferior al valor intrínseco, su cotización subirá, hay que comprar.
- Si el precio del activo es superior al valor intrínseco, su cotización bajará, hay que vender.

La pregunta evidente es ¿Cuál es el valor intrínseco de un activo?, ¿Cómo se mide?

Existen para ello varios métodos: el más simple es utilizar el "valor contable" (Activos menos pasivos), siempre que se asegure que los criterios de valoración sean correctos. Un segundo criterio, el más utilizado en los mercados bursátiles, es la "razón precio – ganancia" el cual compara la cotización con el beneficio que paga la compañía en cuestión<sup>3</sup>. Un tercer criterio es el modelo de Gordon que compara la tasa de crecimiento de los dividendos con la tasa de descuento<sup>4</sup>; un cuarto criterio es el valor presente de los flujos netos de fondos de la inversión (valor del negocio), el cual se compara con el rendimiento del mercado mediante la fórmula:

$$R_s = R_f + \text{prima de riesgo} \Rightarrow R_s = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

---

<sup>2</sup> La práctica empresarial es mucho más compleja que la teoría económica. ¿Cuál es el valor intrínseco de un activo?. La respuesta simple es que es el valor en libros, pero eso depende de muchas instrumentaciones: ¿cuál es el mecanismo de valoración de activos?, ¿cómo se estiman los inmovilizados y los activos de inmediata realización?, ¿cómo se provisionaron las depreciaciones y amortizaciones?, ¿cuál es el sistema de costeo de la empresa?, en fin... una maraña de usos contables y financieros que no son homogéneos a nivel internacional, sin contar los problemas de 'creatividad' contable e incluso la participación no segura de las firmas auditoras, como se hizo evidente en 2001 con la quiebra de las empresas punto.com en Estados Unidos. Pero esto es la empiria del problema, no su base.

<sup>3</sup> La razón precio-ganancia (PER = Cotización / BPA, beneficio pagado por acción) tiene como criterio de decisión comprar cuando el PER es bajo y vender cuando es alto, el razonamiento lógico sin embargo es el contrario, el mercado paga poco cuando no espera que los beneficios de la empresa aumenten y paga mucho cuando espera que la empresa ofrezca mayores rendimientos.

<sup>4</sup> La tasa de crecimiento de los dividendos se estima mediante  $g = [1 - \frac{div}{BPA}] * ROE$ ; la tasa de descuento  $i$  es igual al valor presente del dividendo más la tasa de crecimiento de los dividendos.

Donde  $R_s$  es la tasa de rentabilidad esperada;  $R_f$  es la tasa libre de riesgo;  $R_m$  es la tasa media del mercado y  $\beta$  es el coeficiente que mide la sensibilidad de la inversión a los movimientos del mercado (volatilidad)<sup>5</sup>. Si el valor presente (VAN) del instrumento es mayor que la cotización es conveniente su compra.

En lo que respecta a los mercados de divisas, los pronosticadores están divididos en dos corrientes: para unos es la situación de la balanza de pagos la que determina el tipo de cambio; para otros, la divisa es un activo como cualquier otro, por lo que las fuerzas del mercado de activos es lo que determina el tipo de cambio.

El problema central de la técnica de análisis fundamental es la diversidad de variables que tiene que considerar y que finalmente hacen demasiado complejo el análisis, no solamente por la imposibilidad de contar con la información suficiente y oportuna, sino porque la psicología del mercado influye en el precio: “la respuesta definitiva al tema de los valores de las acciones no existe, es decir, cada experto llega a conclusiones diferentes de las que alcanzan los demás y, si se le diera la oportunidad, cambiaría su veredicto momentos después de haberlo emitido...” (Álvarez, 2005, 44)

## **Análisis técnico**

Aunque el análisis técnico tuvo sus orígenes a finales de 1880<sup>6</sup> con los estudios realizados por Charles H. Dow, no fue sino hasta la década de los cuarenta del siglo XX cuando se cimentaron las bases de esta técnica con los trabajos de Alfred Cowles y Maurice Kendall. El

---

<sup>5</sup> “La  $\beta$  mide la intensidad con que los inversores esperan que varíe el precio de una acción por cada punto porcentual de variación en el mercado, de modo que la  $\beta$  media de todos los títulos es 1” (Álvarez, 2005, 30) El costo del capital que se utiliza para descontar el valor de los flujos se estima mediante el modelo CAPM. La hipótesis central de este modelo es que solamente cuenta el riesgo sistemático del mercado, puesto que el riesgo asistemático se elimina mediante la diversificación de la cartera.

<sup>6</sup> Charles H. Dow fundó en 1882 el Dow Jones and Co. Quien editaría el Wall Street Journal y la Revista Barron's de finanzas. Más tarde, en 1903 Samuel Nelson publicó la obra The ABC of stock market speculation, recopilando parte de las ideas de Dow. William P. Hamilton fue el recopilador y sistematizador de la Teoría de Dow. Actualmente el Dow Jones es el índice más conocido del mundo, el cual considera las 30 compañías más importantes de Estados Unidos, e incluso se ha creado el equivalente en Europa: el Dow Jones Eurostoxx 50, que reúne a las 50 empresas europeas de mayor capitalización. Las bases teóricas del Dow se pueden resumir en lo siguiente: 1) Los índices lo reflejan todo. 2) Los mercados se mueven por tendencias. 3) Para confirmar una tendencia es necesario que los dos índices coincidan con la tendencia, es decir los dos índices han de ser alcistas o bajistas a la vez. 4) Si el mercado es alcista el volumen se incrementará en las subidas y disminuirá en los descensos de los precios. Por el contrario si la tendencia es bajista, el volumen será más alto en las bajadas y se reducirá en las subidas. 5) Sólo

planteamiento básico es que el precio de mercado se forma por la acción simultánea de muchos factores, incluyendo aspectos de psicología social, por lo que no se puede hablar de un precio intrínseco. En realidad – plantean -, el mercado no refleja el valor de los títulos, sino lo que la masa de inversionistas piensa que valen. Por otra parte, el mercado guarda una percepción del comportamiento de los precios, una “memoria”, lo cual permite considerar que los precios de los instrumentos se comportan siguiendo tendencias regulares más o menos predecibles. A partir de ello, desarrollan diversas técnicas de análisis gráfico (chartismo) y estadístico.

El método más simple y más utilizado de análisis de tendencias son los gráficos. De acuerdo con este método, el ciclo bursátil tiene un comportamiento similar al ciclo económico, con la característica de que se “adelanta” a los movimientos de la economía.

El movimiento de los precios incorpora gran cantidad de información adquiriendo un carácter heurístico<sup>7</sup>. Sin embargo, se observan repetidos movimientos de alza y baja, estableciéndose en los puntos de inflexión los llamados “niveles de resistencia” y de “soporte” que son precios de mercado que “concentran” suficiente oferta o demanda de títulos, respectivamente, para frenar las tendencias. La preeminencia de movimientos en un sentido determinado, indica la tendencia “alcista” o “bajista”, según el caso. Sin embargo la tendencia debe ser corroborada por el volumen operado, de acuerdo con las reglas del Dow<sup>8</sup>.

Pero ¿cómo se puede saber si la tendencia será consistente? Y en todo caso, ¿cuál sería la regla a seguir para asegurar utilidades? Para resolver este problema se han desarrollado gran cantidad de métodos gráficos y cuantitativos, tales como el modelo de “tres líneas”, el “oscilador de momentos”, el “índice de fuerza relativa” (RSI), etc. Este último es probablemente el más difundido:

---

utiliza las cotizaciones de cierre para realizar las medias. 6) La tendencia esta vigente hasta su sustitución por otra tendencia opuesta. (Eumed.net, bibliografía enviada por Arana Morrondo Ricardo)

<sup>7</sup> Paralelamente al desarrollo del análisis técnico a principios de siglo se desarrolló la teoría del camino aleatorio que más tarde llevo a Eugene Fama a plantear la teoría de los mercados eficientes, según la cual los mercados reflejan toda la información disponible en cada momento, de forma tal que el precio es una especie de precio “correcto” o “justo” y no existe posibilidad para la especulación. La idea subyacente es similar a la de un “valor intrínseco” planteada por los fundamentalistas.

<sup>8</sup> La teoría del Dow es prácticamente un recetario de reglas de interpretación de la conducta de los mercados. Por ejemplo, la experiencia señala que cuando un mercado “abre” con un precio superior a la cotización de cierre del día anterior, inevitablemente habrá un movimiento de “corrección”. Una segunda regla es que el volumen se sitúa en los niveles de resistencia o de soporte; dentro de las bandas la contratación desaparece; la ruptura tendrá lugar donde el volumen tienda a ser más débil. Una tercera regla es que después de una ruptura los volúmenes de contratación tienden a ser elevados. (Álvares, 2005, 141)

“Se refiere al hecho de valorar si la cotización de un título está comenzando a subir con firmes expectativas de crecimiento, esto es, ver la fuerza con la que crece el precio de una acción en relación con las posibilidades de crecimiento que cabría esperar para dicho título” (...) “la decisión de compra debería orientarse a aquellos valores que están comenzando a emerger a partir de un período donde demostraron una sólida base de crecimiento”(Álvarez, 2005, 254)

El índice de fuerza relativa se calcula mediante la fórmula siguiente y parece ser un indicador eficiente en períodos cortos (10 días o menos)

$$RSI = 100 - \frac{100}{1 + \frac{\text{media\_subidas\_x\_dia}}{\text{media\_bajadas\_x\_dia}}}$$

“En general se puede considerar que cuando el RSI supera el 70 por 100, la acción está sobrevalorada... y éste es un nivel de resistencia. Por el contrario, si no alcanza el 30 por 100, estará infravalorada y estaríamos frente a una zona de soporte.” (Álvarez, 2005,256)<sup>9</sup> La decisión es vender, comprar, respectivamente.

## **El mercado de divisas**

El mercado de divisas es seguramente el más dinámico y el más especulativo de los mercados de activos. De acuerdo con el Banco de pagos internacionales, en 1995 el volumen diario operado de divisas alcanzaba la cifra de \$1.23 billones de dólares; para abril de 2004 se había incrementado a \$1.9 trillones de dólares diarios. (BIS, 2005, 1)

Es también uno de los mercados más organizados.

“El importante comercio mundial empieza todas las mañanas en Sydney y Tokio, pasa al oeste a Hong Kong y Singapur, sigue a Bahreim, llega a los principales mercados europeos de Frankfurt, Zurich y Londres, salta el Atlántico hasta Nueva York, va hacia el oeste a Chicago y acaba en San Francisco y Los Ángeles. El mercado se vuelve más profundo, o más líquido, durante la tarde temprana europea, cuando tanto los mercados de Europa como en la costa oriental estadounidense están abiertos.” (Eiteman, 2000, 83-84) Día a día los saldos interbancarios son compensados en Nueva York, a través del sistema de pagos interbancarios compensatorios (CHIPS)<sup>10</sup>.

---

<sup>9</sup> Existen una gran diversidad de análisis finos de tendencia, como por ejemplo el modelo de las ondas de Elliot, que considera el método de fractales. En realidad el análisis técnico moderno sigue siendo una colección de técnicas estadísticas y matemáticas que pretenden predecir el comportamiento de los mercados, con más o menos suerte.

<sup>10</sup> Clearing House Interbank Payment System. El Banco de la Reserva Federal de Nueva York realiza la compensación de los saldos y efectúa su pago.

El mercado tiene dos niveles: intercambiario (mayorista) y de ventanilla (menudeo), las operaciones individuales se realizan en múltiplos de un millón de dólares, mientras que las intercambiarias llegan al detalle de centavo. Se considera que operan cinco principales agentes: especuladores, árbitros, bancos centrales, tesorerías y corredores de divisas. La mayoría de las operaciones se realizan mediante corredores, manteniendo anónimo el origen de la orden.

Las características dominantes del mercado han sido similares desde 1995; entre 2001 y 2005 el dólar representó el 89% de las transacciones, seguido por el euro (37%), el yen (20%) y la libra esterlina (17%). La participación de monedas locales de los países emergentes representó el 5.2%. Considerando las plazas, Inglaterra continúa siendo el más importante centro con el 31% del total comercializado de divisa. Lo sigue Estados Unidos (19%), Japón (8%), Singapur (5%), Alemania (5%), Hong Kong (4%), Australia (35) y Suiza (3%). En cuanto a los instrumentos operados, La mayoría de las operaciones se realiza de contado en el mercado spot y en el de futuros (forward), lo que hace al mercado altamente volátil. El resto se opera en coberturas (Swaps) y opciones (derivatives). (BIS, 2005, 2)

### ***El arbitraje***

¿Cómo se realiza la especulación en mercados altamente volátiles, cuando hay altas tasas de entrada, pocos jugadores y pocas plazas de operación?.

Keynes señalaba que las operaciones monetarias se utilizaban para transacción, protección y especulación. En los mercados de divisas, sin embargo, el más alto porcentaje de operaciones (setenta veces más grande) es de tipo especulativo, aunque la actividad se denomina “arbitraje”.

La técnica más simple de arbitraje utiliza los “tipos de cambio cruzados” que permiten detectar oportunidades de ganancia intercambiando tres diferentes monedas en distintas plazas<sup>11</sup>. Cuando los tipos de cambio están desalineados, la cadena de compra-venta permite obtener una utilidad sin riesgo. La condición inicial es contar con información en tiempo real, a fin de

---

<sup>11</sup> Por ejemplo la fórmula :  $\frac{\text{won\_coreano/dólar\_estadounidense}}{\text{corona\_danesa/dólar\_estadounidense}} = \frac{\text{won\_coreano}}{\text{corona\_danesa}}$  (Eiteman, 2000,101)



aprovechar ligeras variaciones entre divisas en distintos países y realizar la operación instantáneamente. De esta forma se puede operar sin dinero, puesto que la orden se salda electrónicamente antes de su vencimiento.

### ***La paridad del poder de compra***

Un segundo enfoque de especulación en los mercados de divisas parte de una hipótesis similar a la fundamentalista, respecto de la existencia de un “precio intrínseco”, en este caso es un “precio de equilibrio” reflejado en la paridad del poder de compra (PPP). De acuerdo con este concepto un mismo producto –descontados los costos de transacción–, debe tener el mismo precio en distintos países (ley de un solo precio), lo cual significa que el tipo de cambio debe reflejar esa condición de paridad:  $P^S * S = P^Y$

En la práctica sin embargo, se acepta que las monedas pueden desviarse ampliamente de su PPP<sup>12</sup>. En este caso se dice que las monedas están sobrevaluadas o subvaluadas, según el sentido de la desviación, lo cual se estima mediante la fórmula de “paridad técnica”<sup>13</sup>.

Las causas de la desviación pueden ser muy diversas, por ejemplo, partiendo de una posición de equilibrio, si dos países tienen diferentes tasas de inflación, la que tenga la tasa mayor verá deteriorado el poder de compra de su moneda, perderá competitividad y tendrá que realizar un ajuste. El diferencial de productividad afecta igualmente; un país que incorpora una innovación o una tecnología más productiva ganará competitividad y obligará al otro país, más atrasado a ajustar el valor de su moneda. Una tercera causa de la desviación del tipo de cambio es el diferencial entre las tasas de interés que son pagadas en distintos países. Se conoce como “efecto de Fisher” o Teoría de Fisher abierta, la cual establece que “el tipo de cambio al

---

<sup>12</sup> El índice del Fondo Monetario Internacional es el intento más conocido de medir el efecto de la paridad del poder de compra (PPP) para definir si una moneda está subvaluada o sobrevaluada. En realidad existe gran desacuerdo en cuanto a la teoría de la PPP y, probablemente, el argumento más contundente contra ella, es que se fundamenta en el volumen de transacciones, en un mundo donde los flujos de capital son setenta veces mayores que el comercio mundial. Son los movimientos de capitales y no las transacciones reales las que determinan el tipo de cambio.

<sup>13</sup> El pronóstico de tipo de cambio se estima mediante la fórmula:

$$F_{divisa\_extranjera} = TdC \times \left[ \frac{1 + \left( \frac{tif \times p}{360} \right)}{1 + \left( \frac{til \times p}{360} \right)} \right]$$

donde  $f_{divisa\_extranjera}$  es el valor

futuro de la divisa; TdC es el tipo de cambio spot; til es la tasa de interés del país local; tif es la tasa de interés foránea y p el plazo de la tasa de interés. Esta misma fórmula se utiliza para estimar la paridad técnica de la moneda, utilizando en lugar de tasas de interés la tasa de inflación.

contado debería variar en una cantidad igual, pero en la dirección opuesta, a la diferencia entre las tasas de interés de dos países”<sup>14</sup> (Eiteman, 2000, 121):  $\frac{S_1 - S_2}{S_2} \times 100 = i^{\$} - i^y$

“La teoría de la paridad de la tasa de interés proporciona el eslabón entre los mercados de divisas y los mercados de dinero internacionales: la diferencia entre las tasas de interés nacionales de valores con riesgo y vencimientos similares deben ser iguales a la prima de descuento del tipo de cambio a plazo de la moneda extranjera, pero con el signo contrario, excepto por los costos de transacción.” (Eiteman, 2000, 122)

En términos simples: la pérdida de utilidades en el mercado de capitales debe ser compensada con ganancia por diferencia en los tipos de cambio y viceversa, toda desigualdad provoca especulación y movimientos de capitales (volatilidad). Cualquier desequilibrio permitirá una utilidad sin riesgo.

Esta es la idea subyacente en el concepto de “arbitraje cubierto de tasa de interés”, que introduce la dinámica en el análisis de los mercados<sup>15</sup>. Tanto las tasas de interés como los tipos de cambio varían a lo largo del tiempo y nada garantiza que se mantenga el equilibrio. Cuando un mercado ofrece una tasa de interés más elevada que la de equilibrio, el especulador podrá adquirir divisas, depositarlas a plazo en otro instrumento con tasas altas, cubrirse con un contrato a futuro y obtener una ganancia extraordinaria al hacer el recambio. El riesgo de pérdida cambiaría lo absorbe el diferencial de interés pagado. En todo caso la operación está “cubierta”.

Existe una segunda implicación de este concepto, mucho más importante: Abre la puerta a la utilización de las políticas monetarias “con riesgos calculados” para influir en la actividad económica. El móvil puede ser cualquiera: competencia por capitales, atracción temporal de divisas, estímulo a sectores productivos, e incluso políticas competitivas de estado, para debilitar a industrias o países competidores. El manejo de la “Política monetaria” y “expectativas racionales” son una combinación temible de estrategia competitiva.

---

<sup>14</sup> Su variante, la Teoría de Fisher cerrada establece la relación directa entre inflación e interés. Si aumenta la inflación aumenta el tipo de interés nominal.

<sup>15</sup> En equilibrio, la paridad de la tasa de interés se estima mediante:  $\frac{F}{S} = \frac{(1+i^{\$})}{1+i^y}$ , donde F y S indican distintas divisas; el rendimiento neto ( $i_n$ )

cuando un especulador cambia una moneda por otra en el mercado spot, invierte esa moneda en un instrumento que genere intereses y efectúa un contrato a plazo para asegurar el tipo de cambio (futuros) con el cual cambia nuevamente la moneda a su original, esta dada por:

$$i_n = \left[ \frac{(1+i^{\$}) \times F_{t,t+1}}{S_t} \right] - (1+i^y)$$

## *Opciones*

El avance siguiente en las estrategias especulativas fue la ampliación de los esquemas de cobertura. La “paridad cubierta” relacionó dos mercados reales, el mercado de divisas y el mercado de capitales. Entonces se avanzó en la *cobertura de las expectativas*.

“En diciembre de 1982 la Bolsa de Valores de Filadelfia introdujo el comercio en contratos de opción de divisas estandarizadas dentro de los Estados Unidos. La Bolsa Mercantil de Chicago y otras Bolsas en Estados Unidos y en el extranjero la siguieron. Los contratos negociados en bolsa son muy atractivos para los especuladores y para personas que por lo general no tienen acceso al mercado sobre el mostrador.” (Eiteman, 2000, 150)

¿Qué había cambiado en el mercado?

El nuevo modelo para valorar la opción fue creado originalmente por Black y Scholes en 1973<sup>16</sup>. Mark Garman y Steven Kohlhagen lo adaptaron al mercado de divisas (1983) y el resultado empírico fue que esa nueva metodología de cobertura permitió que los bancos ampliaran sus operaciones de compra-venta de “opciones” sobre el mostrador (over the counter, OTC), primero con divisas fuertes (dólar, libra, marcos, francos, yenes y dólares canadienses) con mínimos de 5 a 10 millones de dólares por operación en Nueva York y de 2 millones en Londres.

Las “opciones” son instrumentos de cobertura que permiten al comprador tener el derecho de ejercer un contrato determinado al tiempo y en las condiciones acordadas a su vencimiento, pero no tiene la obligación de hacerlo, de esta forma la pérdida máxima posible es la prima que paga al contratarla.

En el mercado de divisas las opciones pueden ser de compra (“call”) o de venta (“put”) y se realizan sobre una moneda determinada (“subyacente”), a un plazo futuro en el cual se prevé

---

<sup>16</sup> Black, Fisher y Myron Scholes. “The pricing options and corporate liabilities.” Journal of political economy. 1973. Se les denominó “derivados” porque eran contratos basados en un producto determinado (subyacente), del cual derivan su valor. El crecimiento de este instrumento fue vertiginoso. Para 1995 el valor de los contratos derivados pendientes se estimaba en el doble de la producción mundial, casi 50 billones de dólares. La exposición al riesgo reflejaba, sin embargo, apenas el 5% de ese valor. La causa de ese éxito fue la necesidad de protección de los países que abrieron su cuenta de capital, utilizando operaciones cruzadas en swaps; así como la oportunidad de negocio con bajo riesgo, que ofrecía el nuevo instrumento.

alcance cierto precio. El especulador paga una prima con la cual adquiere el derecho de comprar la cantidad de divisas convenida al precio especificado. Si al término del contrato el precio spot de la moneda es superior al previsto, puede ejercer su derecho de compra y obtener ganancias; si la expectativa no se cumple, no está obligado a cumplir el contrato y simplemente pierde la prima pagada.

La ventaja era que ahora las OTC se ajustaban a las necesidades específicas de las empresas, con bajo riesgo, aunque el comprador tenía que evaluar la capacidad de pago del aval, que en este caso era el banco suscriptor (riesgo de contraparte).

### **Un modelo simple de ataque especulativo**

Finalmente abordaremos el problema del proceso especulativo desde la perspectiva del especulador. Para éste, la compra - venta de divisas en los mercados Forex es un negocio cuya característica principal es la incertidumbre. El arbitraje de los tipos de cambio no es el negocio fundamental del especulador, sino su fuente básica de información y – eliminando la posibilidad de información privilegiada y de pronóstico perfecto -, obtiene su ganancia optimizando el costo y el riesgo en la composición de su portafolio<sup>17</sup>.

El negocio consiste en prever el momento en que los gobiernos abandonarán la defensa de su tipo de cambio para realizar la compra masiva de divisas y obtener utilidad de los diferenciales que aparecen con la devaluación.

Su modelo parte entonces de considerar que el gobierno tiene una función de reacción basada en sus niveles de reservas ( $f_t$ ) y mantiene un nivel crítico ( $f_c$ ) por debajo del cual el costo de mantener la paridad es superior a los beneficios asociados al crecimiento, por lo que su ataque será exitoso si logra empujar al gobierno a reducir sus reservas por debajo de ese nivel ( $f_t < f_c$ ), lo cual precipita una devaluación.

---

<sup>17</sup> Este inciso está basado completamente en el modelo desarrollado por Leonidas Enrique de la Rosa, Ataques especulativos: un enfoque de incertidumbre e información. (De la Rosa, 1999)

El especulador tiene en el momento  $t$  un nivel de activos en moneda extranjera  $A_t$  que puede distribuir en una proporción  $(\alpha, 1-\alpha)$  entre inversión sin riesgo ( $B_t$ ) que paga una tasa  $r$ , o con riesgo de devaluación  $I_t$  que ofrece una tasa mayor (premio por riesgo)  $\varepsilon > r$ .

Optimizará su utilidad ( $u$ ) en el período siguiente distribuyendo adecuadamente esa inversión. El valor de sus activos será entonces  $A_{t+1}$ :

- 1)  $u_{t+1} = \ln(A_{t+1})$
- 2)  $I_t = \alpha_t A_t$  ;  $B_t = (1 - \alpha_t) A_t$
- 3)  $\underset{\alpha_t}{\text{Max}} E(u_{t+1})$
- 4)  $A_{t+1} = (1+r)(1-\alpha_t)A_t + (1+r_t)\alpha_t A_t$

Si la probabilidad de que ocurra una devaluación es  $p_t = P_r(f_{t+1} < f_c | t)$  y su impacto sobre el valor de la moneda doméstica es  $\delta$ , el rendimiento en moneda extranjera de la inversión doméstica será  $\frac{1+\varepsilon}{1+\delta}$ , con una probabilidad  $P_t$  y  $1+\varepsilon$  con una probabilidad de  $1-P_t$ ; de esta forma la utilidad del especulador se maximiza con:

$$5) \quad \underset{\alpha}{\text{Max}} \{ (1-P_t) \ln[(1+r)(1-\alpha_t)A_t + (1+\varepsilon)\alpha_t A_t] + P_t \ln[(1+r)(1-\alpha_t)A_t + \frac{(1+\varepsilon)}{(1+\delta)}\alpha_t A_t] \}$$

A partir de esto, si el especulador tiene información segura y oportuna de la posición de reservas del gobierno, la maximización de su utilidad se logra cuando:

$$6) \quad \alpha_t = \frac{(1-P_t)(\varepsilon-r)(1+r) - P_t \beta (1+r)}{\beta(\varepsilon-r)}$$

Donde la  $\beta = (1+r) - \frac{1+\varepsilon}{1+\delta}$

De acuerdo con esto, las reglas de decisión del especulador bajo condiciones de certidumbre, serán:

Si  $(1 - P_t)(1 + \varepsilon) + P_t \frac{1 + \varepsilon}{1 + \delta} > (1 + r)$  el especulador invertirá en el país doméstico

Si  $(1 + r) > \frac{1 + \varepsilon}{1 + \delta}$  no invertirá porque tendría una pérdida

En caso de incertidumbre, el especulador dependerá de la información que adquiera respecto de la probabilidad de devaluación y –suponiendo que no puede tener acceso a información privilegiada–, la única forma de allegarse de ella será simulando un ataque con un costo  $c_0$  fijo y una pérdida de utilidad potencial. De esta forma, el costo de la información mediante el ataque simulado será:

$$7 \quad \frac{1}{(1+r)} \left[ \frac{c_0}{A_t} + (\varepsilon - r)(\alpha_T^0 - \alpha_T^1) \right]$$

Donde 0 representa la decisión óptima de no atacar y 1 la decisión de atacar.

El beneficio resultante del ataque sería entonces:

$$8) \quad \frac{1}{(1+r)} \theta (\alpha_{T+1}^1 - \alpha_{T+1}^0)$$

Donde  $\theta$  es el valor esperado del diferencial de tasas.

La magnitud del ataque será  $k$  y la esperanza de que otros inversionistas actúen por imitación en el mismo sentido será  $\gamma$ , de esta forma, para que el resultado del ataque simulado permita la información necesaria, se tendrá que cumplir:

$$9) \quad \gamma (\alpha_{T-1} - \alpha_T) A_T \geq k$$

$$(\alpha_{T-1} - \alpha_T) A_T = \frac{k}{\gamma}$$

Esto significa que el especulador actualizará su información en forma sistemática y cuando los beneficios de atacar iguallen a los costos del ataque, de forma que en ningún momento podrá sufrir una pérdida. Más aún, la información obtenida de la función de reacción gubernamental le permitirá definir el momento preciso del ataque exitoso:

$$10) \quad \left[ \frac{C_0}{A_T} + (\varepsilon - r)(\alpha_T^0 - \alpha_T^1) \right] = [\theta(\alpha_{T+1}^1 - (\alpha_{T+1}^0))]$$

En resumen, el agente especulativo jamás se ocupa verdaderamente de operaciones de arbitraje intertemporal, sino que busca simplemente la optimización de su portafolio eliminando el riesgo. Normalmente se realiza mediante operaciones de cobertura (arbitraje cubierto de interés) en las cuales las posiciones cortas o largas en divisa son protegidas con la posición contraria en futuros. Con las “opciones” el costo es mínimo y el potencial de ataque es potenciado. La participación sistemática en ese tipo de operaciones allega la información suficiente para planear el momento de un ataque especulativo masivo contra la moneda, lo cual no tiene nada de perverso, sino que responde exclusivamente a una condición de maximización de utilidades.

**PARTE III**  
**LOS ATAQUES ESPECULATIVOS EN MOVIMIENTO**



## CAPÍTULO 6. LA DINÁMICA DE LOS ATAQUES ESPECULATIVOS.

### 6.1. El contexto histórico regional como base de la crisis.

Corea y Tailandia siguieron una estrategia de crecimiento sustentada en el impulso a sus sectores exportadores para insertarse en el mercado mundial<sup>94</sup>, exportaron primero manufacturas intensivas en mano de obra y más tarde, productos cada vez más intensivos en capital, manteniendo la máxima capacidad competitiva mediante la absorción y desarrollo de capas tecnológicas, "know how" administrativo y mercadotécnico, y aprovechando las inversiones provenientes de otros países de la región<sup>95</sup>.

Lograron con ello –en el período 1980 al 2000- tasas de crecimiento superiores al promedio mundial y a las registradas en los Estados Unidos. Corea alcanzó promedios de crecimiento cercanos al 7.4% y Tailandia alrededor del 6.1%. En comparación, el promedio anual de crecimiento de los Estados Unidos, durante ese mismo período fue del 3.2%, mientras que el planeta en su conjunto creció apenas al 2.86% (Cuadro 6.1.)

	1980-1985	1985-1990	1990-1995	1995-2000	1980-1990	1990-2000	1980-2000
Corea	7.82%	9.48%	7.45%	4.87%	8.64%	6.15%	7.39%
Thailand	5.45%	10.31%	8.62%	0.42%	7.85%	4.44%	6.13%
Sudeste asiático	3.92%	5.53%	3.11%	2.54%	4.72%	2.82%	3.77%
United States	3.12%	3.23%	2.39%	4.14%	3.17%	3.26%	3.22%
World	2.58%	3.61%	2.12%	3.14%	3.09%	2.63%	2.86%

Fuente: elaboración propia con datos del International Monetary Found. World development Indicators. CD 2003

<sup>94</sup> "El modelo de desarrollo asiático, basado en la promoción de las exportaciones, se apoyó fuertemente en una vinculación directa del crédito a la inversión productiva (Lall 1997; Bustelo, 1992). La disponibilidad de financiamiento a corto y largo plazos, a precios subsidiados, y condicionado al desempeño exportador, fue un instrumento empleado por todos los países de la región para inducir a sus empresas a llevar a cabo las innovaciones tecnológicas que requería su ambicioso programa de inserción en la economía mundial. (Stiglitz y Uy, 1996)" (Mántey, 1999, 59-60). Coinciden en esta interpretación, entre otros, (Alejandro Dabat y Alejandro Toledo, quienes señalan que: "Tan espectacular resultado de un exitoso patrón de crecimiento manufacturero exportador y de un ininterrumpido escalamiento de sucesivos niveles de industrialización, desde estadios intensivos en fuerza de trabajo, aunque bastante menos en recursos naturales, a otros cada vez más intensivos en capital y tecnología." (Dabat, 1999, 14)

<sup>95</sup> El Informe Anual sobre el Comercio y el Desarrollo de la UNCTAD de 1996 en su pie de página número 1 (2ª. Parte, p.5) incluye estos países bajo la agrupación "Asia oriental". Las NEI de la primera oleada son Hong Kong, Taiwan, República de Corea y Singapur; la segunda oleada incluye a Malasia, Indonesia y Tailandia, que junto con Filipinas son también denominados ASEAN-4. El desarrollo económico de la región se sustenta en una estrategia de crecimiento denominada "modelo de cuña" o también conocido como "vuelo del ganso": "El paradigma del progreso en cuña se formuló por primera vez en el decenio de 1930 cuando el Japón era todavía un país relativamente pobre que intentaba acortar distancias con los países más industrializados de Europa y América. La formulación original la hizo K. Akamatsu en 1932, en un artículo (en japonés) titulado "Los principios sintéticos del desarrollo económico de nuestro país" (UNCTAD, 1996, 2ª. Parte, 5)

El crecimiento de su sector externo durante ese período de 20 años fue impresionante: las exportaciones de Corea crecieron a una tasa media anual del 13.24%, mientras que las de Tailandia alcanzaron el 12.2%. En comparación, el promedio anual norteamericano fue del 6.3% y la media mundial del 5.9%. Las importaciones siguieron una tendencia de crecimiento similar: Corea elevó sus importaciones a tasas cercanas al 11% y Tailandia casi al 9%. Estados Unidos elevó su demanda externa a un poco más del 8%, mientras que el promedio mundial fue del 5.5%.

A pesar de ese ritmo de crecimiento, la participación conjunta de Tailandia y Corea en el total mundial de exportaciones fue poco significativa: en todo el período representó apenas el 2.87% en el caso de las exportaciones y 2.63% en las importaciones. (Cuadro 6.2.)

<b>Cuadro 6.2. Indicadores de Comercio Exterior 1980 - 2000</b>							
<b>Tasa de crecimiento real de las exportaciones</b>							
	1980-1985	1985-1990	1990-1995	1995-2000	1980-1990	1990-2000	1980-2000
Tailandia	8.09%	19.76%	14.33%	7.05%	13.78%	10.63%	12.19%
Corea, Rep.	10.01%	11.74%	14.77%	16.55%	10.87%	15.66%	13.24%
Sudeste Asiático	6.96%	7.68%	8.94%	9.59%	7.32%	9.26%	8.29%
Estados Unidos	0.35%	11.00%	7.03%	6.99%	5.54%	7.01%	6.27%
Mundo	4.33%	5.81%	5.44%	8.02%	5.07%	6.72%	5.89%
<b>Participación en el total de las exportaciones mundiales</b>							
	1980-1985	1985-1990	1990-1995	1995-2000	1980-2000		
Tailandia	0.37%	0.60%	0.98%	0.99%	0.80%		
Corea, Rep.	1.10%	1.57%	1.95%	2.93%	2.07%		
Sudeste Asiático	14.61%	15.77%	18.76%	20.09%	17.87%		
Estados Unidos	9.90%	10.98%	12.65%	12.73%	11.89%		
Mundo	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%		
<b>Tasa de crecimiento real de las importaciones</b>							
	1980-1985	1985-1990	1990-1995	1995-2000	1980-1990	1990-2000	1980-2000
Tailandia	1.39%	22.67%	13.85%	-0.57%	11.52%	6.39%	8.93%
Corea, Rep.	5.73%	16.63%	14.68%	7.26%	11.05%	10.91%	10.98%
Sudeste Asiático	3.57%	11.46%	10.18%	5.89%	7.44%	8.01%	7.73%
Estados Unidos	8.60%	5.20%	7.00%	11.56%	6.89%	9.26%	8.06%
Mundo	2.84%	6.55%	4.72%	8.15%	4.68%	6.42%	5.55%
<b>Participación en el total de las importaciones mundiales</b>							
	1980-1985	1985-1990	1990-1995	1995-2000	1980-2000		
Tailandia	0.46%	0.64%	1.12%	0.89%	0.82%		
Corea, Rep.	0.99%	1.36%	2.09%	2.29%	1.81%		
Sudeste Asiático	11.65%	13.12%	17.32%	17.38%	15.45%		
Estados Unidos	12.13%	13.47%	13.78%	15.85%	14.12%		
Mundo	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%		
Fuente: Elaboración propia con datos del International Monetary Fund. World development Indicators. CD 2003							

Por supuesto que un crecimiento de esta magnitud no podía sino soportarse en un importante esfuerzo de inversión el cual provino tanto de fuentes propias como de inversión extranjera directa<sup>96</sup>.

Entre 1980 y el año 2000 la Formación Bruta de Capital de la República de Corea creció a una tasa del 7.66%, mientras que Tailandia lograba un crecimiento de su inversión fija a una tasa del 4.06%, superiores al promedio mundial que fue del 3.05%. (Cuadro 6.3.)

Tasa de crecimiento real de la Formación Bruta de Capital							
	1980-1985	1985-1990	1990-1995	1995-2000	1980-1990	1990-2000	1980-2000
Corea, Rep.	7.58%	16.49%	8.16%	-0.90%	11.95%	3.53%	7.66%
Estados Unidos	4.30%	1.68%	4.10%	8.64%	2.98%	6.35%	4.65%
Tailandia	4.35%	17.89%	10.22%	-13.53%	10.92%	-2.37%	4.06%
Sudeste Asiático	2.80%	9.03%	2.29%	1.58%	5.87%	1.93%	3.88%
Mundo	1.39%	5.29%	1.26%	4.31%	3.32%	2.77%	3.05%

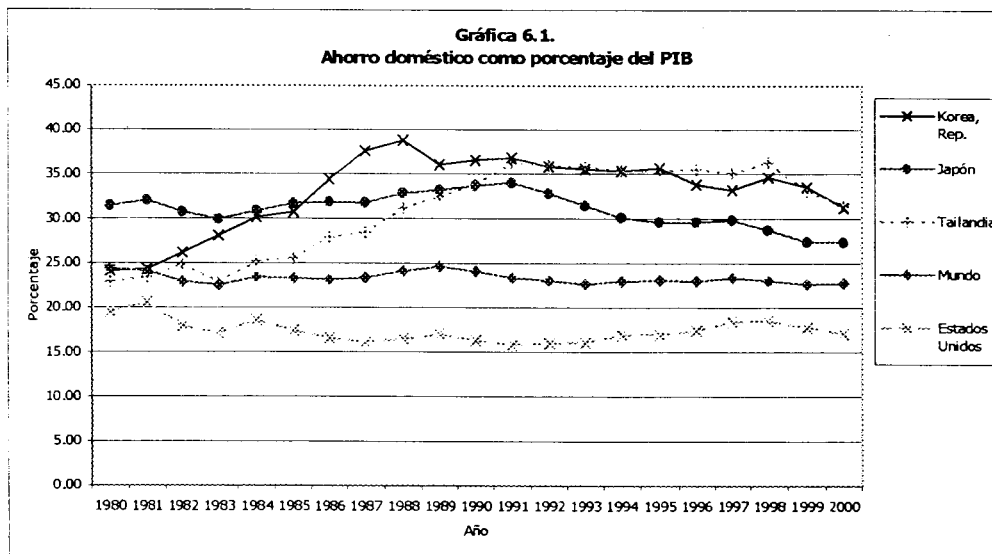
Fuente: Elaboración propia con datos del International Monetary Found. World development Indicators. CD 2003

Una muy alta proporción de este crecimiento se sostuvo sobre bases propias. El porcentaje del Producto Interno Bruto que Corea destinaba a la creación o reposición de activos fijos era de alrededor del 33% y Tailandia, un poco más del 30%; mientras que el promedio mundial y el de los Estados Unidos fueron del 23.3% y del 17.4% respectivamente (Cuadro 6.4. y Gráfica 6.1.)

	1981-1985	1886-1990	1991-1995	1996-2000	1980-2000
Korea, Rep.	27.87	36.70	35.86	33.29	32.99
Thailand	24.35	30.78	35.76	34.30	30.89
Japan	31.08	32.71	31.60	28.58	31.02
United States	18.35	16.54	16.37	17.84	17.38
Mundo	23.25	23.85	23.02	22.94	23.31

Fuente: Elaboración propia con datos del International Monetary Found. World development Indicators. CD 2003

<sup>96</sup> "A principios de los noventa los mayores ingresos de capital externo de los países de la región provenían de la inversión extranjera directa, y los flujos de capital a corto plazo eran de escasa importancia. La desregulación estimuló a las empresas no financieras y a los bancos a



Fuente: Elaboración propia con datos del International Monetary Found World development Indicators. CD 2003

El otro pilar del crecimiento fue la inversión extranjera directa (IED) y ese fue el punto focal de la crisis de los países de la región.

Aunque actualmente las dos fuentes principales de IED en los países del sudeste asiático son Estados Unidos y Japón, hasta el término de la segunda guerra mundial la región era zona de influencia fundamentalmente japonesa<sup>97</sup>.

Con la derrota y la ocupación, Japón perdió todas sus inversiones en el extranjero<sup>98</sup>, por lo que tuvo que rearticular su influencia desde mediados de la década de los cincuenta, cuando fue formalmente desocupada. De entonces y hasta la década de los setenta la inversión extranjera directa de Japón fue poco significativa y se limitó a constituir bases de apoyo comerciales y de aseguramiento de insumos estratégicos para sus industrias<sup>99</sup>. Entre 1951 y 1973 las compañías

fondearse en el exterior a bajo costo y sin cobertura, por la percepción generalizada de un bajo riesgo cambiario (Kregel, 1998).” (Mántey, 1999, 62)

<sup>97</sup> Al finalizar la segunda guerra el 94% de las inversiones japonesas en ultramar estaban concentradas en Manchuria, Corea y Formosa (Mason & Encarnacion, 1995,15). (Farell, 2000, 6)

<sup>98</sup> En 1945 el Supremo Comando de las Fuerzas Aliadas de ocupación iniciaron el inventario de las propiedades tangibles e intangibles de japoneses en el exterior adoptándose dos políticas: “los países que habían estado en guerra con Japón y firmaron tratado de paz, tuvieron la autoridad para confiscar y liquidar esos activos y disponer de ellos. Por otra parte, los activos localizados en países que habían sido neutrales fueron vendidos y transferidos a la Cruz Roja internacional para disponer de ellos para indemnizar a prisioneros de guerra. Para 1952 cuando terminó la ocupación, la totalidad de Inversión Directa japonesa en Asia Oriental se había perdido.” (Mason, 1992, 17-18)

<sup>99</sup> La política de reconstrucción japonesa dio énfasis a la promoción del comercio exterior y la inversión, la ley de control de divisas de 1949 fue el instrumento que se utilizó para regular la IED priorizando aquellas inversiones capaces de generar un balance favorable. Un punto importante a considerar al analizar la influencia japonesa en la región es el hecho de que la dominación japonesa en la zona nunca fue de liderazgo, sino de dominación y que la brutalidad de la guerra de ocupación exacerbó el rechazo y la resistencia de varios países, incluyendo

japonesas establecieron mas de 6,000 subsidiarias de tamaño pequeño o mediano, con más de US\$ 12 billones en activos en el extranjero. Dos terceras partes de esa IED se destinó a actividades manufactureras. A partir de la segunda mitad de la década de los setenta la inversión externa japonesa comenzó a incrementarse impulsada por la reconversion de la industria japonesa hacia sectores pesados y de alta tecnología y la transferencia de su industria ligera al exterior. (Farrell, 2000, 6) Ese fenómeno fue reforzado tanto por la IED norteamericana en la región, como por la transferencia tecnológica que las empresas llevaron a sus filiales en Asia.<sup>100</sup>

A partir de la década de los ochenta y particularmente en la segunda mitad, luego de los acuerdos del "Plaza", Japón dio un fuerte impulso a su IED.

"Los flujos al exterior crecieron de menos de US\$ 5 billones en 1980 a US\$ 10 billones en 1984, US\$ 22 billones en 1986 y US\$47 billones en 1988. En 1989 las salidas alcanzaron un pico de US\$ 68 billones. Después de una desaceleración entre 1991 y 1993, durante la recesión, las inversiones crecieron nuevamente alcanzando US\$ 50 billones en 1995, con un total acumulado de aproximadamente US\$ 800 billones."<sup>101</sup>

---

China, duramente castigada. El ataque nuclear contra Japón, sin embargo, creó la base de una resistencia cultural contra los nuevos poderes dominantes en la región (USA), que tampoco llegaron sembrando liderazgo.

<sup>100</sup> "Irónicamente, esta altamente significativa, aunque parcial, inversión de la suerte de los Estados Unidos por una parte, y de los estados del este asiático por otra, se originó por las mayores injerencias de Estados Unidos sobre la soberanía de los estados del este asiático desde el inicio de la Guerra Fría. La ocupación militar unilateral de Japón en 1945 y la división de la región como consecuencia de la Guerra de Corea en dos bloques antagónicos crearon, en palabras de Bruce Cumings unos proamericanos "regímenes verticales solidificados mediante tratados bilaterales de defensa (con Japón, Corea del Sur, Taiwan y Filipinas) y dirigidos por un Departamento de Estado que dominaba sobre los ministerios de asuntos exteriores de estos cuatro países". Todos se convirtieron en estados semisoberanos, profundamente penetrados por las estructuras militares de EEUU (control operativo sobre las fuerzas armadas surcoreanas, la Séptima Flota patrullando por los istmos de Taiwan, dependencias de defensa para estos cuatro países, bases militares en sus territorios) e incapaces de una política exterior independiente o de tomar iniciativas de defensa... Así, hubo menores relaciones a través del telón militar iniciado a mitad de las década de los años cincuenta, así como bajos niveles de intercambio comercial entre Japón y China, o Japón y Corea del Norte. Pero la tendencia dominante hasta la década de 1970 fue un régimen unilateral americano fuertemente predispueto hacia formas militares de comunicación. (Cumings, 1997: 155)" (Arrighi, 1998)

<sup>101</sup> "Japanese automobile, electrical, electronics and steel companies increasingly built large-scale manufacturing plants in North America and Europe, and established a worldwide network of production, sales and financing (Tejima 1992). Global structures were created, with strategic planning including the pursuit of distinct regional targets for sales, local production and research and development (R&D). A 'follow-the-leader' pattern was seen in a number of industries, including the tyre, textile, motor vehicle and consumer electronics industries establishing in Europe and the United States (Caves 1993). Rivalry between firms was a major motivation for investment. By 1995 the share of offshore production for the Japanese manufacturing sector reached 9 per cent, more than three times the level at the time of the Plaza Accord. In the late 1980s there was a rapid expansion of FDI in the finance, insurance and real estate sectors, which together accounted for 46 per cent of outflows between 1986 and 1989. Driven partly by international disparities in land prices during Japan's bubble economy, the share of real estate FDI in total outflows jumped from 1.9 per cent in 1980 to more than 21 per cent in 1991, before halving in subsequent years. The 1990s saw a resurgence in FDI by the Japanese manufacturing sector, with automobile and electronics firms continuing to invest in overseas facilities as well as expanding their global sales and financing networks. There has also been a geographical shift in the direction of FDI from North America and Europe to China and ASEAN. There has been a contraction in overseas investment in the banking, insurance and real estate sectors following the bursting of the bubble economy". (Farrell, 1997, 8) Es importante notar que las diversas fuentes presentan contrastes significativos en cuanto al nivel de FDI. Por ejemplo Kazuhiko Ishida habla de cifras significativamente menores.

japonesas establecieron mas de 6,000 subsidiarias de tamaño pequeño o mediano, con más de US\$ 12 billones en activos en el extranjero. Dos terceras partes de esa IED se destinó a actividades manufactureras. A partir de la segunda mitad de la década de los setenta la inversión externa japonesa comenzó a incrementarse impulsada por la reconversion de la industria japonesa hacia sectores pesados y de alta tecnología y la transferencia de su industria ligera al exterior. (Farrell, 2000, 6) Ese fenómeno fue reforzado tanto por la IED norteamericana en la región, como por la transferencia tecnológica que las empresas llevaron a sus filiales en Asia.<sup>100</sup>

A partir de la década de los ochenta y particularmente en la segunda mitad, luego de los acuerdos del "Plaza", Japón dio un fuerte impulso a su IED.

"Los flujos al exterior crecieron de menos de US\$ 5 billones en 1980 a US\$ 10 billones en 1984, US\$ 22 billones en 1986 y US\$47 billones en 1988. En 1989 las salidas alcanzaron un pico de US\$ 68 billones. Después de una desaceleración entre 1991 y 1993, durante la recesión, las inversiones crecieron nuevamente alcanzando US\$ 50 billones en 1995, con un total acumulado de aproximadamente US\$ 800 billones."<sup>101</sup>

China, duramente castigada. El ataque nuclear contra Japón, sin embargo, creó la base de una resistencia cultural contra los nuevos poderes dominantes en la región (USA), que tampoco llegaron sembrando liderazgo.

<sup>100</sup> "Irónicamente, esta altamente significativa, aunque parcial, inversión de la suerte de los Estados Unidos por una parte, y de los estados del este asiático por otra, se originó por las mayores injerencias de Estados Unidos sobre la soberanía de los estados del este asiático desde el inicio de la Guerra Fría. La ocupación militar unilateral de Japón en 1945 y la división de la región como consecuencia de la Guerra de Corea en dos bloques antagónicos crearon, en palabras de Bruce Cumings unos proamericanos "regimenes verticales solidificados mediante tratados bilaterales de defensa (con Japón, Corea del Sur, Taiwan y Filipinas) y dirigidos por un Departamento de Estado que dominaba sobre los ministerios de asuntos exteriores de estos cuatro países". Todos se convirtieron en estados semisoberanos, profundamente penetrados por las estructuras militares de EEUU (control operativo sobre las fuerzas armadas surcoreanas, la Séptima Flota patrullando por los istmos de Taiwan, dependencias de defensa para estos cuatro países, bases militares en sus territorios) e incapaces de una política exterior independiente o de tomar iniciativas de defensa... Así, hubo menores relaciones a través del telón militar iniciado a mitad de las década de los años cincuenta, así como bajos niveles de intercambio comercial entre Japón y China, o Japón y Corea del Norte. Pero la tendencia dominante hasta la década de 1970 fue un régimen unilateral americano fuertemente predispuesto hacia formas militares de comunicación. (Cumings, 1997: 155)" (Arrighi, 1998)

<sup>101</sup> "Japanese automobile, electrical, electronics and steel companies increasingly built large-scale manufacturing plants in North America and Europe, and established a worldwide network of production, sales and financing (Tejima 1992). Global structures were created, with strategic planning including the pursuit of distinct regional targets for sales, local production and research and development (R&D). A 'follow-the-leader' pattern was seen in a number of industries, including the tyre, textile, motor vehicle and consumer electronics industries establishing in Europe and the United States (Caves 1993). Rivalry between firms was a major motivation for investment. By 1995 the share of offshore production for the Japanese manufacturing sector reached 9 per cent, more than three times the level at the time of the

Plaza Accord. In the late 1980s there was a rapid expansion of FDI in the finance, insurance and real estate sectors, which together accounted for 46 per cent of outflows between 1986 and 1989. Driven partly by international disparities in land prices during Japan's bubble economy, the share of real estate FDI in total outflows jumped from 1.9 per cent in 1980 to more than 21 per cent in 1991, before halving in subsequent years. The 1990s saw a resurgence in FDI by the Japanese manufacturing sector, with automobile and electronics firms continuing to invest in overseas facilities as well as expanding their global sales and financing networks. There has also been a geographical shift in the direction of FDI from North America and Europe to China and ASEAN. There has been a contraction in overseas investment in the banking, insurance and real estate sectors following the bursting of the bubble economy". (Farrell, 1997, 8) Es importante notar que las diversas fuentes presentan contrastes significativos en cuanto al nivel de FDI. Por ejemplo Kazuhiko Ishida habla de cifras significativamente menores.

Aproximadamente 23% de esta inversión se dirigió a los países del llamado Asean5 (Indonesia, Tailandia, Malasia, Filipinas y Singapur)<sup>102</sup>

“A partir de la segunda mitad de los ochenta, la relación de Japón con sus vecinos sufrió un drástico cambio. La inversión directa de capital de ese país en la región alcanzó y sobrepasó a la de Estados Unidos hasta alcanzar un promedio anual de 45.000 millones de dólares a fines de los años ochenta... Partiendo de una orientación histórica hacia Indonesia, que actuaba como su proveedor de materias primas, y hacia la industria de los ‘tigres’ (años setenta), desde la segunda mitad de los ochenta la IED de Japón se dirigió principalmente a la industria manufacturera de Tailandia, Malasia, la propia Indonesia y también China.” (Rivera, 2001, 953-954)

Japón intentó recuperar con ello su influencia en la región asiática. Apoyó primero a Indonesia, su principal proveedor de materia primas y a los “tigres” (Corea, Hong Kong, Taiwan y Singapur) que extendieron sus redes financieras, productivas y comerciales a los países del ASEAN (Malasia, Indonesia, Tailandia y Filipinas) constituyendo así una región de países asiáticos con una elevada integración comercial y financiera, de vocación exportadora fundamentalmente destinada hacia los Estados Unidos y con capacidad de absorción tecnológica de punta, que propició una importante sincronización de sus ciclos económicos y financieros.<sup>103</sup>

La región se convirtió en el escenario de la competencia Japón-Estados Unidos<sup>104</sup>. La estrategia competitiva de las empresas transnacionales utilizó la IED no solamente para garantizar el suministro de materias primas, sino para transferir capacidades productivas aprovechando los recursos

---

<sup>102</sup> “The proportion of Japanese manufacturing FDI directed to the NIEs averaged 23 per cent from 1951 to 1979, but then fell to around 5 per cent in the following decades. The ASEAN5 (Indonesia, Thailand, Malaysia, the Philippines and Singapore) received nearly a third of Japan’s manufacturing FDI until the late 1980s when investment moved to the industrialised countries. This investment was intended to serve local markets in order to offset trade frictions and barriers, whether actual or potential.” (Farrell, 2000,9)

<sup>103</sup> “En la misma dirección parece haber operado un patrón muy centralizado de implantación productiva de las transnacionales japonesas en los países de la región, consistente en la producción para los mercados internos de los mismos y el aseguramiento de mercados cautivos para la tecnología, equipo y componentes fundamentales originados en Japón, evitando la competencia de las filiales extranjeras con las matrices japonesas en los mercados japonés y mundial” (Dabat, 1999, 16)

Es interesante citar la nota 8 del trabajo de Dabat-Rivera, que confirma que “A pesar de la reorientación regional de la IED japonesa, en 1996 sus activos acumulados (258 000 millones de dólares) aún se concentraban en Estados Unidos (36.4%), contra 30.6% invertido en Asia Oriental. Dentro de la región, Indonesia contaba con 21.8% de los activos totales invertidos en esa zona, seguida de Tailandia (19.9%), Singapur (14.4%), Hong Kong (11.8%), China (10.2%), Malasia (7.3%), Taiwan (5%) y Corea del Sur (4.4%). Resulta interesante comprobar que todavía en vísperas de la crisis regional, la IED japonesa en Indonesia fuera prácticamente equivalente al monto sumado de la inversión nipona en Hong Kong y China. Jetro, “White Paper on Direct Investment”, Monthly Report on BOP (Ministry of Finance) and SCB, compilado por Jetro, 1997, y D.J. Encarnation, Regional Competition for Foreign Direct Investment? Asia and the Global Operations of Multinational Corporations. High-Level Roundtable on Competition for Foreign Direct Investment, 10 de noviembre de 1995.” Dabat, 2001, Nota de pie de página No. 8)

<sup>104</sup> “... el análisis de los revisionistas solo fue objeto de atención pública a finales de los años ochenta, cuando el éxito de los japoneses en la obtención de cuotas de mercado a costa de los estadounidenses parecía irrefrenable. (...) Cuando Clinton fue elegido, en Estados Unidos había aumentado el apoyo político a una política comercial estratégica. No era otra cosa que un eufemismo utilizado para adoptar una actitud más proteccionista hacia las importaciones japonesas en el mercado estadounidense, y más agresiva y coercitiva hacia las barreras que mantenían fuera del mercado japonés a empresas y productos estadounidenses.” (Strange, 1998, 68-69)

baratos de la región, principalmente mano de obra. El comercio intrafirma creció exponencialmente<sup>105</sup>.

La estructura de los flujos de capital y el sistema financiero que surgió de este proceso es fundamental para explicar la ola de ataques especulativos y crisis que afectaron a finales de los noventa, no solo a Tailandia y a Corea, sino a todos los países de Asia.

Japón había penetrado los mercados estadounidenses, pero Estados Unidos no lograba entrar en el mercado de consumo japonés<sup>106</sup>, lo que se tradujo en un continuado déficit en su balanza comercial con ese país y una presión devaluatoria adicional sobre el dólar<sup>107</sup>.

Estados Unidos utilizó medidas proteccionistas contra el comercio japonés sin mucho resultado. Presionó entonces en los mercados monetarios: en septiembre de 1985 cuando se firmó el Acuerdo del Plaza<sup>108</sup> se estableció que el tipo de cambio nominal del yen se apreciara

<sup>105</sup> "For multinational corporations, offshore production and overseas distribution by majority subsidiaries have dramatically increased, until they now both dominate cross-border exports and represent the most important single weapon in global competition. (...) These same competitive forces have also driven the Japanese -as well as the Americans- to invest elsewhere in East Asia, but only after national governments across the region began actively to promote export-oriented investments. (...) As a result, nearly every East Asian country has experienced local effects of the U.S.-Japan rivalry. (...) as foreign direct investment now advances the current rivalry beyond simple bilateral trade, prior explanations of Japan's success in economic competition with the United States must be reassessed." (Encarnation, 1992, 13)

<sup>106</sup> La paradoja es que originalmente no fueron las empresas japonesas sino los consorcios norteamericanos en Japón, quienes establecieron las redes comerciales, llevaron la nueva tecnología e instrumentaron los sistemas de financiamiento, soportados en la infraestructura de Wall Street. El comercio triangulado hacia los Estados Unidos sin embargo, afectó su Balanza de Pagos. La paradoja siguiente fue que los mercados "abiertos" se penetran fácilmente y cuando Japón desarrolló su propia industria, ya tenía toda la infraestructura disponible.

<sup>107</sup> "Desde finales de los años setenta, esta expectativa de un yen cada vez más valorizado y una continua deflación ha contribuido a poner las tasas de interés nominales de los activos en yenes 4 puntos de porcentaje debajo de las que corresponden a los activos en dólares. Desde 1995, empero, el yen no se ha apreciado en balance neto, aunque continúa fluctuando considerablemente frente al dólar. (...) el diferencial de interés entre activos en yenes y dólares en todos los plazos de vencimiento siguen siendo tan amplios como siempre: de 3 a 5 puntos (...) parte del diferencial podría explicarse por el temor del mercado a que la presión mercantil estadounidense sobre Japón para que aprecie el yen podría volver a presentarse... [además de que] las enormes existencias de activos en dólares, que fueron acumulados en Japón durante los últimos veinte años por los excedentes en cuenta corriente. (...) cuando las tasas de interés norteamericanas cayeron... a mediados de los noventa, las tasas de interés nominales a corto y largo plazo para activos en yenes se vieron atrapadas en cerca de cero. En esta trampa de liquidez "impuesta externamente", el Banco de Japón resultó impotente para tratar el desplome deflacionario del país. (...) Además, deben mencionarse los (...) altamente especulativos fondos de cobertura que se tomaban prestados en Tokio y eran prestados a su vez en Seúl, Bangkok, Jakarta, etc. Estos llamados Fondos de cobertura se mueven inmediatamente con el más pequeño soplo de alteración del tipo de cambio" (McKinnon, 2002, 130-131)

<sup>108</sup> "On September 22 (1985), the finance ministers of the five largest industrial countries (G-5) met at the Plaza Hotel in New York and agreed on a package to achieve further adjustment in the dollar. The United States was to tighten its fiscal policy, Japan was to boost private demand through tax reform, and Germany was to cut taxes. All five countries were to carry out exchange rate intervention policies to reduce the value of the dollar. The results were substantial. On the first day after announcement of the agreement, the dollar fell an average of 4.3 percent against other major currencies (Funabashi 1989, 10). The German mark, which had appreciated against the dollar by 19 percent from end-February to end-August, appreciated another 13 percent by end-December. The Japanese yen, which had risen 9.4 percent against the dollar from end-February to end-August, appreciated by another 18.3 percent by end-December (International Monetary Fund, International Financial Statistics). Indeed, the package was so successful in moving the exchange rates that by early 1987 US officials became concerned that the pace of the dollar's decline might be getting out of hand. In February 1987, the G-5 finance ministers met in Paris and agreed in the Louvre Accord to pursue intervention policies curbing the pace of the dollar's decline, to be accompanied by macropolicy adjustments." (Cline, 2005, 6)



en más de 50% en los siguientes tres años, provocando una fuerte pérdida de competitividad de las empresas exportadoras japonesas<sup>109</sup>.

Las tendencias proteccionistas de los Estados Unidos se hicieron más intensas, ahora con medidas no arancelarias. Estados Unidos, utilizó entonces los mercados financieros como elemento de presión para atacar al yen. Pero las guerras de paridad, como las guerras de precios solo se pueden emprender cuando se cuenta con el control de las variables económicas fundamentales y, a partir de los noventa, la incursión de China en el comercio internacional dio un giro violento a esa situación.<sup>110</sup>

“El patrón geográfico de los flujos de IED cambió durante la última década. Europa y Norteamérica continuaron siendo la mayor fuente de IED en el mundo, participando con al menos el 75% desde 1991. En contraste, la participación de Asia y el pacífico cayó significativamente en 1998, debido a la declinación de Japón. Mientras Europa y Norteamérica continuaron siendo los principales receptores de IED, China emergió como otro destino favorito. Las economías de Asia y el pacífico recibieron crecientes flujos de inversión a partir de los noventa, pero la crisis de 1997 reversionó temporalmente esta tendencia. La IED pronto se recuperó, particularmente debido a la ola de fusiones y adquisiciones resultado de la crisis.” (Brooks, 2003, 2)

El resultado fue la desnacionalización de una parte de su industria.

En resumen, los fenómenos económicos que configuraron el entorno económico del sudeste asiático en los últimos tres lustros del siglo pasado y que contribuyeron a la crisis cambiaria y financiera de 1997-1998 fueron los siguientes:

- a) Japón, China y los cuatro "tigres" se convierten en los principales tenedores de la deuda externa estadounidense. Mientras que los Estados Unidos se convierten en el principal

---

<sup>109</sup> "Although the yen appreciation was stopped in 1995/96 through foreign exchange intervention, and although later on the Asian and Japanese financial crisis (1997/98) triggered a further depreciation, the yen recovered in the late 1990's. In 1999 the yen surpassed the level of 105 yen per dollar, which was then regarded as the highest tolerable level for the Japanese export industry. The combination of low interest rates and a strong currency was a cause of major irritation. Observers spoke of a paradoxical constellation of weak economy and strong currency." (Schnabl, 2001, 4) Este autor explica el perverso fenómeno de un yen fuerte en una economía estancada, con salida de capitales, caída en los precios reales de exportación y bajas tasas de interés en base a la correlación entre el tipo de cambio yen/dólar y las empresas japonesas a sobrevivir en base a la reducción de costos y aumento de la productividad.

<sup>110</sup> "China conjuntó el crecimiento de la agricultura y la pequeña industria rural, la apertura a la inversión extranjera, la valorización en el mercado mundial de su enorme reserva de mano de obra y el reencuentro con el capital chino étnico de Hong Kong, Taiwan y los núcleos empresariales chinos de Singapur, Malasia, Tailandia, Indonesia y Filipinas, que dominan la vida económica en esos países. Esto último condujo a la conformación del espacio económico-étnico llamado la "Gran China", centrada en la integración chinosingaponesa como eslabón fundamental de la apertura internacional de la economía de la China continental, la creciente integración con Taiwan y las conexiones con el resto del capital chino de ultramar." (Dabat, 2001, 954)

mercado de exportación asiático. Situación que crea una complicada interdependencia entre mercados comerciales y financieros rivales.<sup>111</sup>

- b) Se constituye de facto una especie de "zona monetaria yen" en el sudeste asiático, resultado de los flujos de inversión intrarregional, a pesar de que la moneda "ancla" en el comercio internacional y en los flujos financieros continúa siendo el dólar. Esta situación introduce inestabilidad en el sistema monetario regional.<sup>112</sup>
- c) Japón traslada "capas productivas" de alta tecnología hacia los países del Asean I y de estos al Asean II, con ello Corea emerge como importante competidor en ramas de alta tecnología como la industria siderúrgica, automovilística, naviera, así como electrónica de consumo y circuitos integrados. China, por su parte, irrumpe asimilando las actividades industriales intensivas en mano de obra, con un potencial que supera con mucho a todos los países de la región.
- d) Se configura un sistema financiero regional alrededor de las plazas de Hong Kong y Singapur
- e) El auge económico de la región atrae grandes montos de capital en crédito que buscan colocación en sectores productivos e improductivos
- f) La apertura de la cuenta de capital desde finales de los ochenta, instrumentada sin la experiencia financiera y los controles adecuados, propicia las actividades especulativas y la corrupción.
- g) Aparecen nuevos instrumentos financieros (opciones, derivados, Fondos de cobertura), que se utilizan como punta de lanza para penetrar los mercados internacionales presionando por la liberalización acelerada de los mercados financieros y la completa desregulación de este sector en todos los mercados importantes.

En ese contexto la irrupción de China como potencia exportadora introdujo un elemento adicional de conflicto:

---

<sup>111</sup> De acuerdo con los estudios realizados por Morris Goldstein, la participación ponderada de Japón y los países emergentes del sudeste asiático representan el 27% del comercio mundial en dólares. China por su parte significa un 10% adicional. (Goldstein, 2004, 12-14)

<sup>112</sup> "...la interacción financiera entre Japón y el bloque de dólares de Asia oriental ha sido fuente muy importante de inestabilidad originada por impredecibles cambios en el no trabado tipo de cambio yen/dólar, mientras que los demás países de Asia oriental están trabados con el dólar. (...) Cuando el yen está sobrevaluado con el dólar... resulta sobrevaluado con respecto a todos sus socios comerciales... Esto induce un ciclo económico inverso... cuando el yen se eleva las economías pequeñas entran en auge, mientras que Japón registra una depresión, y viceversa." (McKinnon, 2002, 131-132)

“China tiene saldos comerciales favorables con todos los países de esa zona, salvo Japón (aunque también sería superavitario ante éste si se consideraran a Hong Kong y China como una sola economía). En lo que hace a sus relaciones financieras regionales, China ha absorbido capital proveniente de Hong Kong, Taiwan, Singapur y las comunidades empresariales chinas de los otros países de la ASEAN, esto es, abrió las puertas al capital étnico chino en detrimento del capital no chino, tanto extrarregional (estadounidense, europeo) como japonés o Coreano. Otro aspecto fundamental de la entrada china en los mercados mundiales es su efecto competitivo arrasador en las industrias manufactureras intensivas en mano de obra, de consecuencias igualmente contradictorias (...) Otra repercusión del vertiginoso ascenso del capital “gran chino” fue la ampliación y la diversificación de la circulación regional de capital y la aparición de presiones especulativas derivadas de este movimiento. La competencia fue así la base del profundo cambio tecnológico y de la reordenación de los flujos internacionales de capital en la región. Por eso “Los ‘cuatro tigres’, adoptaron elementos importantes del desarrollismo de Japón. Corea imitó el modelo de empresa y de la industria pesada y electrónica de ese país, por lo que comparte con él fortalezas y debilidades. En conjunto, los PIR [Países de industrialización reciente] han sido parte fundamental de la redefinición de la dinámica regional a partir de los años setenta y se convirtieron, en conjunto o individualmente, en los principales inversionistas en las economías menos desarrolladas de la región, no sólo en China (Hong Kong y Taiwan), sino también en el espacio de la ASEAN, donde aventajaron a Japón desde comienzos de los noventa.” (Dabat, 2001,954)

El contexto regional también se modificó:

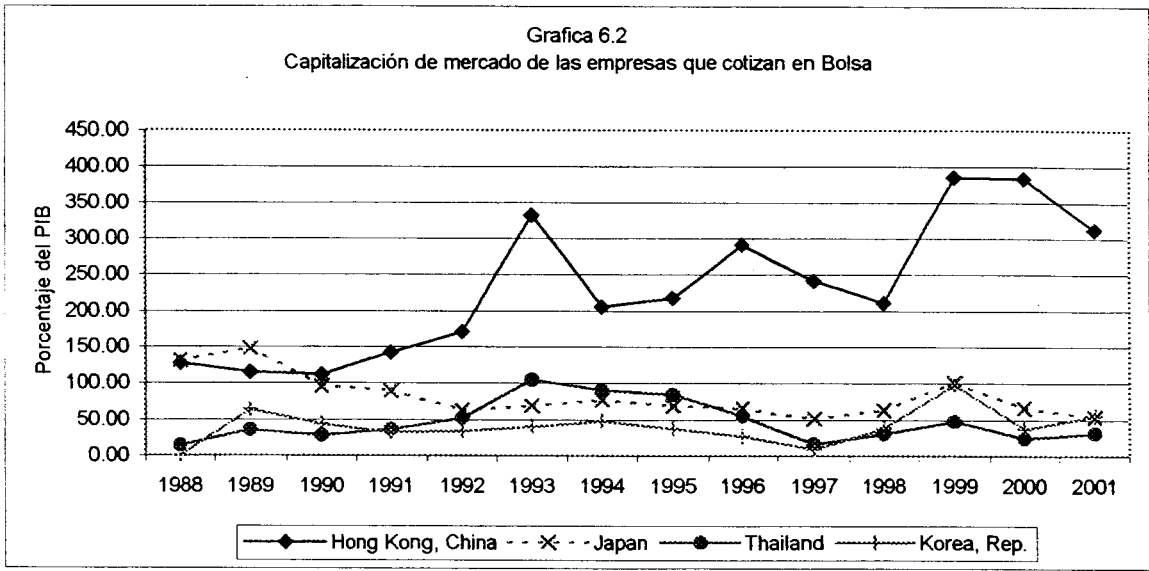
“Taiwán emergió como el segundo inversor más importante de la región. Varios estudios sugieren que los principales motivos para invertir... eran unos *costos salariales menores*, el aprovechamiento de los beneficios del SGP [Sistema General de Preferencias] de los países de acogida y el acceso a los mercados internos de estos últimos. Del mismo modo, (...) el motivo más importante (...) de que Corea invirtiera en la ANASO-4 fue la disponibilidad de mano de obra barata (47,1%), mientras otros factores eran su utilidad como plataforma de exportación a los países industrializados (21,6%) y la penetración en los mercados locales (13,9%). En consecuencia, la IED Coreana en el Asia sudoriental se dirigió principalmente a Indonesia, que tenía los salarios más bajos de la región de la ANASO” (Unctad, 1996, II-30)

Pero “... a pesar de las características que comparten los “tigres”, (...) han seguido caminos muy distintos de vinculación regional. Hong Kong y Taiwan se integran al espacio chino; Singapur, como núcleo central de la ASEAN, desarrolló importantes vínculos con las transnacionales estadounidenses y se proyectó al mercado chino; Corea del Sur está menos integrada a la región y es más dependiente del mercado mundial.”(UNCTAD, 1996,30)

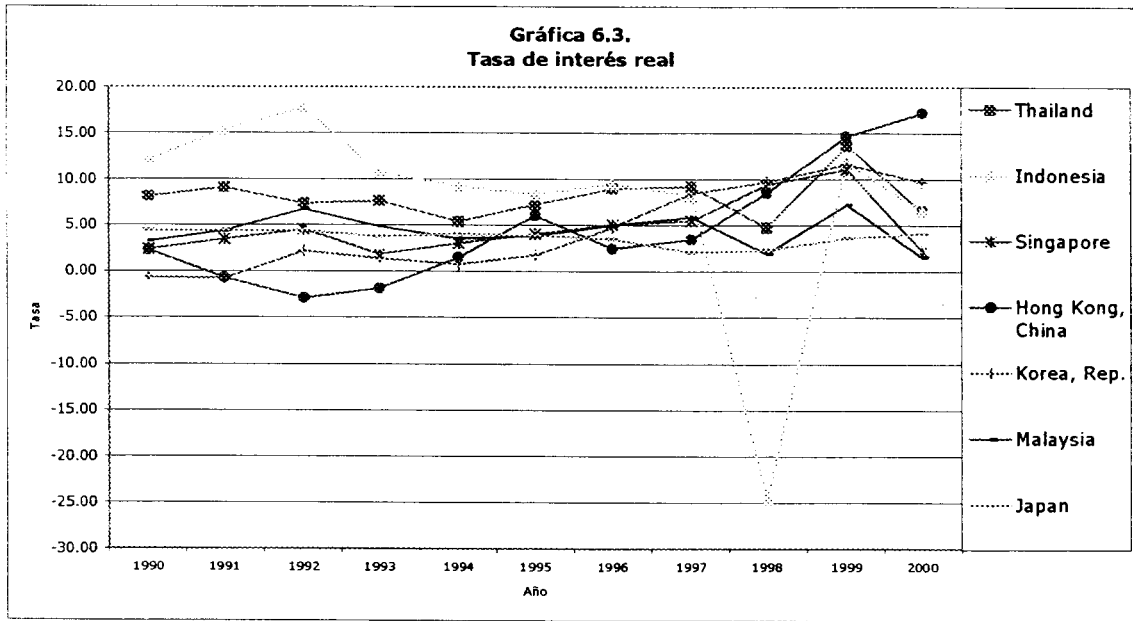
Esa debilidad fue la principal consideración en el ataque especulativo contra Corea, porque el *impacto de los cambios en la correlación de fuerzas de la región fue fundamental*. El proteccionismo norteamericano, la creciente competencia por mercados internacionales cada vez más estrechos, la incursión de China y los países de la segunda oleada; la permanente presión sobre el yen –divisa clave- por apreciarse frente al dólar, con la consecuente pérdida de competitividad regional y la creciente competencia por colocar inversión extranjera directa,

aunado a la necesidad de elevar los márgenes de rentabilidad de las inversiones disminuyendo costos y elevando la productividad, introdujo elementos desequilibrantes en el modelo de desarrollo asiático. Las grandes empresas transnacionales y los gobiernos locales tuvieron que ajustar sus estrategias comerciales, financieras y políticas. No solamente se resintió la competencia Estados Unidos - Japón por la hegemonía de la región, sino que se impulsó desde los Estados Unidos -con el apoyo de la séptima flota- el intento separatista de Hong Kong y se revivieron las provocaciones con los últimos vestigios del socialismo real en Corea del Norte y Viet Nam, intentando desestabilizar la región.

El resultado fue la exacerbación de la competencia entre los grandes corporativos transnacionales y la redefinición de los ritmos de crecimiento entre los países de la región, cuyo efecto se reflejó directamente en los mercados de capitales. El exceso de capitales en busca de colocación se orientó hacia los países de la ASEAN de reciente integración, particularmente hacia Tailandia, propiciando una alza en las acciones y los mercados inmobiliarios, que afectaron a partir de 1992 a Hong Kong, Malasia y Singapur y en menor proporción al resto de los países de la región, con excepción de China (Gráfica No. 6.2) La competencia por capitales generó movimientos alcistas en los mercados de Hong Kong, Japón, Corea y Singapur, y caídas en las tasas reales ofrecidas por el resto de las economías del sudeste asiático, con efectos espectaculares en el caso de Indonesia -el corazón de abastecimiento de Japón- que fue el país más brutalmente afectado por la crisis desencadenada entre los países de Asia entre 1997 y 1998 (Gráfica No. 6.3.)



Fuente: Elaboración propia con datos del International Monetary Found. World development Indicators. CD 2003



Fuente: Elaboración propia con datos del International Monetary Found. World development Indicators. CD 2003

La historia de la crisis monetaria en Tailandia, Corea y de otros países del sudeste asiático puede resumirse en lo siguiente:

La reconstrucción de Japón después de su derrota en la guerra de 1939-1945 y su creciente expansionismo en los mercados internacionales soportado en una estrategia de crecimiento "al

modo de vuelo de los gansos salvajes” apoyándose en la inversión y tecnología norteamericana y apoyando a los países asiáticos de su zona de influencia, minó la hegemonía estadounidense.

Estados Unidos emprendió una contraofensiva buscando abrir los mercados mediante acuerdos comerciales, presionando por la apertura de la cuenta de capital e impulsando grandes inversiones a través de los mercados de divisas y los mercados financieros, lo que es el pilar del capitalismo financiero norteamericano, para desequilibrar y destruir las bases productivas de Asia y al intentar quebrarla, descubrió que la base de acumulación del capitalismo mundial no era ya la industria norteamericana, sino la enorme reserva de mano de obra altamente capacitada y a precio de regalo de los países asiáticos. Destruirla significaba destruirse.

Movilizó entonces los organismos financieros internacionales para organizar un “rescate” que le permitió quedarse con “la parte del León”, apropiándose en subasta mediante embargos, fusiones y adquisiciones, las industrias que había quebrado<sup>113</sup>. Existía una enorme experiencia - por supuesto-, la especulación ha sido uno de los mecanismos de acumulación del capital ya desde sus primeras etapas en el siglo XV y XVI.<sup>114</sup>

---

<sup>113</sup> “En 1985, cuando un grupo de países sudamericanos enfrentaba las dramáticas consecuencias de una apertura financiera imprudente, Díaz-Alejandro afirmó que la función de las tasas de interés altas era transferir riqueza de los deudores a los acreedores...” (Mántey, 1999, 74) En enero de 1998 Mark Atkinson escribía en *The Guardian*: “BEEN to the January sales yet? Picked up any bargains? Procter & Gamble has; so too has Germany's Robert Bosch. Not in the big department stores of London, New York, or Paris, of course. This sale is taking place in South Korea, and on offer is more than a new winter coat or three-piece suit. Much of the country is up for grabs. In return for a financial aid package worth a record \$57 billion, the International Monetary Fund has, among other things, forced Korea to liberalise and deregulate, including dropping restrictions on foreign takeovers. Since December 30, foreign investors have been able to acquire a 55 per cent stake in any listed company. By the end of this year, they will be able to buy the lot. Business has got off to a slow start. Ssangyong sold its tissue and sanitary napkin unit to Procter & Gamble, Bosch has taken control of its joint venture with Yja Motors, and Coca-Cola has acquired soft drink bottling operations from Doosan, the nation's largest brewing institution. Other deals are in the offing: Hanhwa, for example, is reported to be negotiating the sale of its oil refining and petrol station business to a leading international refiner, thought to be Royal Dutch Shell. Before long the shelves may be cleared in much the same way as those at the Harrods crockery and hi-fi departments will be by the end of the month. But why would the fiercely nationalist South Koreans abandon the policy of industrial self-sufficiency which built their economy into the world's 11th biggest? For two reasons. First, South Korea's chaebols, or conglomerates, are collapsing under the weight of their awesome debts and need the money. Starved of credit, they are being forced to shed excess businesses to stay afloat. Credit Lyonnais Securities reckons that only 87 of Korea's listed companies out of a total 653 nonfinancial firms are relatively safe from the predators. SBC Warburg Dillon Read, the investment bank, believes that even household names such as Hyundai and Daewoo may be vulnerable unless they restructure quickly. Second, the prices are of the bargain-basement variety. The Korean currency, the won, fell by about 50 per cent against the US dollar last year. Share prices also plummeted. These falls make Korean companies rich pickings for expansion-minded foreign multinationals, through direct takeover or portfolio investments” (Atkinson, 1998)

<sup>114</sup> La versión oficial fue más suave: “Lo que ocurrió en Asia en 1997, se decía, podría explicarse por factores locales de las economías de los nuevos países industrializados (NPI). Cada caso era ligeramente diferente, y sin embargo todos tenían en común: una moneda sobrevalorada, una reciente y precipitada liberalización de los controles de capital e inversión, el consiguiente flujo de entrada de “dinero caliente” de

## 6.2. La crisis

En la segunda mitad de los noventa la apuesta estaba cerrada. El diagnóstico general de las corredurías era simple:

“Las monedas asiáticas estaban sobrevaloradas... Y lo estaban por su vinculación con el dólar, estrecha en el caso de Tailandia o Hong Kong, flexible en el de Indonesia. Sin embargo entre 1995 y 1997 el dólar se apreció un 50% respecto al yen. (...) Esta sobrevaloración tendía a atraer fondos extranjeros hacia los bancos o la bolsa tailandeses, así como al sector inmobiliario y de la construcción, en lugar de hacia la industria o la agricultura, de las que dependen las exportaciones. El resultado fue el boom de la bolsa y la propiedad inmobiliaria. (...) En Indonesia la vinculación de la rupia al dólar era menos estrecha y se le permitía fluctuar en una banda del 12%. No obstante, más allá de este límite, el banco central mantenía su compromiso de intervenir en apoyo de la moneda. El resultado siguió siendo que los especuladores podían estar seguros de que la rupia no se apreciaría respecto al dólar y podría quizá depreciarse, incluso superando el límite de la banda (...) Los especuladores podían hacer siempre la misma apuesta. (...) Los mercados de derivados ofrecían la oportunidad de hacer estas apuestas al margen, a un coste inmediato mínimo.” (Strange, 1998, 100-101)

Malasia, como señala Strange, gozaba de alta calificación entre los economistas del desarrollo; Había evitado la sobreexposición al crédito; recibía con brazos abiertos empresas extranjeras; permitía la repatriación de capitales y ganancias<sup>115</sup>; sin embargo el primer ministro Mahatir señalaba a los especuladores extranjeros, principalmente a George Soros, como reponsables de la crisis en su país.<sup>116</sup>

---

inversores extranjeros en busca de beneficios rápidos y fáciles, y un sistema bancario supervisado y controlado en forma inadecuada.” (Strange, 1998, 100)

<sup>115</sup> Este trato de excepción era resultado de un acuerdo político-Militar con Inglaterra la cual ayudaba a Malasia a enfrentar conflictos sociales, como ocurría con Indonesia, a cambio de facilidades a sus inversionistas.

<sup>116</sup> En noviembre de 1997 el periodista Eugene Linden escribió en su artículo “How to kill a tiger”: “The description was brutally honest: “We are like wolves on the ridgeline looking down on a herd of elk,” said one of the currency speculators who helped trigger the cascading devaluations that eventually led to the stock-market tumbles that swept the globe last week. Late last year, eight months before Thailand finally succumbed and devalued the baht, the wolves had been on the prowl. They saw the Thai economy not as one of Asia's tigers, but more like wounded prey. Unable to resist, each predator began to plan his attack. “By culling the weak and infirm, we help maintain the health of the herd,” said the trader. And cull they did. Through interviews with members of this wolf pack, Time has reconstructed the story of how the traders devoured the Thai currency and set in motion the ongoing crisis that caused last week's worldwide financial trauma. The wolves, an amorphous group that includes secretive hedge funds as well as groups within banks with names as familiar as Citibank, began tracking the region in earnest in 1994. Economist Paul Krugman piqued speculator interest when he published a prescient article in Foreign Affairs titled “The Myth of Asia's Miracle,” in which he argued that the Asian boom owed more to hard work and a shift from farms to industry than it did to investments in productivity. As a speculator put it, “We read this and thought, ‘Well, well—Asian growth may have a limit.’” (...) Attention quickly focused on Thailand, which was being buffeted by a series of external and internal events. China devalued its currency 33% in 1994, allowing it to underprice neighboring economies on low-cost goods. Thai exports further eroded as the Japanese yen weakened, undercutting any Thai advantage in high-value products. With the baht tied to the strengthening U.S. dollar, the kingdom had little room to maneuver. Moreover, despite its large population, Thailand had a relatively small pool of educated, healthy workers, and wage inflation further undermined Thailand's competitiveness with surrounding countries.” (...) “The billion-dollar question is when? December 1996, speculators realized that Thailand's policymakers were trapped and bewildered. They had to keep interest rates high to dampen wage inflation and attract the foreign money to which the kingdom had become addicted. On the other hand, the high rates were badly hurting the debt-burdened economy. One way out was to devalue the baht. This would hurt those who owed money in dollars. A confidential analysis done by a group of economists that a pre-emptive devaluation would cost the treasury about \$10 billion of its \$38 billion in reserves, which it would quickly recoup because of the credibility it would earn in the international marketplace. (It should be noted, however, that Indonesia did not oppose an attack on its currency, and its markets still got hammered mercilessly.) The speculators guessed that the Thais would rather fight than devalue. Devaluation would hurt the elite, who would watch principal and interest payments soar for their dollar-denominated loans. The alternative to devaluation would be a banking

Filipinas que a principios de 1997 era considerado el "próximo milagro" en virtud del disparo de la inversión japonesa, la calidad y bajo costo de su mano de obra y sobre todo las conexiones estadounidenses que facilitaban la entrada a los mercados, estaría pronto en crisis.

Soros había escrito en su libro "La alquimia de las finanzas" que "Japón había estado acumulando activos en el exterior, mientras Estados Unidos acumulaba deudas. (...) Regan mantenía la ilusión de su superioridad militar al costo de perder su posición de liderazgo en una economía ficticia; en tanto, Japón quería seguir creciendo a la sombra de los Estados Unidos. Japón, en realidad, emergió como el banquero del mundo." Soros - dice Linden -, ciertamente no era San Jorge, pero se autonombró "matador de dragones"<sup>117</sup> y comenzó su defensa del libre mercado contra Asia y principalmente contra China.<sup>118</sup>

---

system that was already in trouble because lax government supervisors had allowed their banker cronies to ignore capital requirements. Sensing that their prey had been cornered by their own venality, the wolves began to circle in early 1997. The amoral pursuit of profit was about to punish the sins of cronyism and corruption. Drawing from multibillion-dollar war chests, hedge-fund operators such as George Soros and Julian Robertson intensified their attack on the baht. One way the speculators bet against the currency was by entering into contracts with dealers who would give dollars in return for an agreement to repay a specific amount of bahts some months in the future. If the baht rose in value, the seller of the contract made money; but if it fell, the buyer profited because he could repay the contract with cheaper bahts. Demand for such contracts started to drive up interest rates, and the Bank of Thailand began issuing many of these so-called forward contracts itself. This action turned out to be a fatal misstep that placed in the hands of speculators the perfect weapon with which to attack the currency. "It's as though an unarmed gunslinger walked into town and the sheriff handed him a pistol," remarked a beneficiary of the central bank's unintended largesse. Now speculators had access to an estimated \$15 billion in forward contracts issued in February and March that they would not have to cover for as much as a year. An estimated 80% to 90% of these forward contracts ended up in the hands of speculators. By May the central bank realized it was contributing to the baht's undoing and abruptly stopped issuing any more forward contracts. Sensing blood, traders began moving in for the kill and in mid-May flooded the market with orders to sell bahts. But the government began playing hardball. The central bank invoked a mutual-assistance agreement with monetary authorities in Singapore, Hong Kong and Malaysia and spent more than \$10 billion in just a few days buying bahts and selling dollars." (Linden, 1997) La cadena de beneficios, según el periodista superó los US\$ 3 billones. Buen reporte al balance de diciembre.

<sup>117</sup> "Billionaire speculator and quaint pro-capitalist democracy supporter George Soros does see eye to eye with Malaysian Prime Minister Mahathir Mohamad on one particular issue. For years, Mahathir has been a staunch supporter of the besieged Muslims in Bosnia - a country which Soros has aided with his own money from philanthropic foundations. And for that, Mahathir had lauded Soros' magnanimous efforts. Not anymore. On returning from his two-month sojourn in Europe, Mahathir spoke darkly of a certain "American financier" who was undermining the economies of Southeast Asian countries by destabilising their currencies. He did not name Soros. But it was clear that he was referring to him. Blaming Soros whenever a currency is being raided is not new. What is new, however, is Mahathir's assertion that the current bear run on Southeast Asian currencies is part of a conspiracy by Soros to punish Asean for embracing Burma. There is no doubt that Soros was one of the key speculators against the baht, an attack which has since spilled over to other currencies in the region. But while Soros may have led the foray, the real push came from other speculators - institutional investors such as mutual and insurance funds, and non-financial corporations. Some of these speculators are Southeast Asians ..." (Myers, 2003)

<sup>118</sup> Billionaire George Soros, well known for his speculative plays in global currency markets, denies that his philanthropic foundation and currency speculation business are linked in an attack on Southeast Asian currencies in retaliation for Burma's admission into the region's trade group. Soros said through a spokesman that his Soros Foundations and Open Society Institute, philanthropic groups that have sought to promote democratic government in Burma and elsewhere, are distinct from Soros Fund Management, his investment group.

"There is absolutely no connection," said Shawn Pattison, a Soros spokesman at his offices in New York. The Open Society Institute finances the Burma Project, a 3-year-old operation that seeks to publicise human-rights abuses in Burma and support opposition groups. "I can see how the misunderstanding may have arisen here as Mr. Soros has been quite vocal in his urging the governments of Thailand and Malaysia not to admit Burma into ASEAN," Pattison said. "He continues to consider totalitarian repressive regimes threats to the region's prosperity and stability." The Nation, jul. 24, 1997. AP- Dow Jones.

En otra publicación, Harish Mehta señalaba que: "The billionaire American investment banker George Soros has an agenda that goes beyond his plan to destabilise Asian countries by launching wave after wave of attacks on their currencies. The Hungarian-born Mr. Soros does not consider currency speculation as just another way of earning a few billion dollars. He views his war chest-worth between \$10 billion to \$12 billion - as a weapon to punish certain southeast Asian countries for supporting Myanmar (formerly Burma) and easing its entry into Asean in July over the objections of the United States and some European countries that believe the Myanmar junta should be isolated and pressured to improve its human rights record. Mr. Soros, too, would like to see the Yangon junta show some respect for democracy and the rights of its citizens.

A few days after the admission of Myanmar into Asean, the outspoken Malaysian Prime Minister, Dr. Mahathir Mohamed, blamed Mr. Soros as the mastermind behind the attacks on Asian currencies that had driven down their value. Dr. Mahathir became the first southeast Asian leader to not only come out and identify Mr. Soros but also indulge in some plain speaking, accusing Mr. Soros of using his financial clout to hurt



El 2 de julio, en la víspera de la fiesta nacional de los Estados Unidos, Tailandia devaluó el Bath. El 27 de agosto el ministerio de finanzas de Corea señalaba que defendería su línea "Maginot" de 900 won el dólar. Entre esa fecha y finales de 1998, cinco países<sup>119</sup> - Tailandia, Corea, Indonesia, Malasia y Filipinas - entraron en crisis y tres más - las plazas financieras de Hong kong, Singapore y Taiwan - resistieron fuertes ataques especulativos. Indonesia enfrentaría con la crisis una revolución social que derrocó al régimen.

Tailandia fue el primer país de la región que abandonó la defensa de su tipo de cambio ante la presión especulativa. Corea la siguió, sufriendo una ola de quiebras y ventas masivas de empresas.<sup>120</sup> El nuevo presidente opositor de Corea, Kim Dae Jung, sin embargo, no acusó a las corredurías transnacionales, sino a los cinco chaebols (Hyundai, Samsung, LG, Daewoo y SK) que generaban la quinta parte del producto bruto del país, como responsables de la crisis económica.

---

southeast Asian countries for their decision to admit Myanmar. Mr. Soros denied the charges and, in contrite mode, sought a meeting with the Malaysian Prime Minister.

Mr. Soros' interests go far beyond the pecuniary. He harbours strong democratic beliefs which he promotes through his Open Society Foundation which lobbies for democracy in Myanmar. Soros officials make a distinction between the Soros Open Society Institute which founded the Myanmar project for the past three years in a bid to publicise human rights abuses there, and the Soros Fund Management investment group that controls Mr. Soros' wealth. But the dividing line between the two entities is blurred.

On the contentious issue of the admission of Myanmar into Asean, the views of the United States have not been "respected" by southeast Asian states, observers say. "Washington's biggest ally seems to be Soros," said one analyst.

The Thai baht, Malaysian ringgit, Philippine peso, and Indonesian rupiah were attacked two months ago by currency speculators and plunged in value. Asean countries now view the attacks on their currencies as the single most dangerous threat to their economic prosperity. But there is little they can do to stop Mr. Soros, who can choose a place and a time to launch an attack. Earlier assaults on the baht took place in forex markets in London, New York, Singapore, and Bangkok. The Thai central bank scrambled to obtain the assistance of monetary authorities in those countries, and did succeed in London and Singapore, but New York's financial authorities snubbed the Thais. The US, they said, is a free economy and the authorities do not get involved in what is essentially a market-driven transaction." Disponible en <http://207.228.18.12/magazine/busibar.htm>

<sup>119</sup> En diciembre su "Línea Maginot" se había quebrado y el won se cotizaba a 1950 por dólar, a pesar del enorme desperdicio de reservas en su defensa."

<sup>120</sup> La reseña la escribió Nicolas Kristof en el New York Times: "In South Korea, as a direct result of the crisis, the government is talking about **selling two of the biggest banks to foreigners**, and teetering local securities firms are searching for foreign companies to take them over. Under an agreement with the monetary fund, foreign banks will be able to compete in Korea beginning this year, and the government is considering ways to **ease the restrictions that prevent foreigners from buying Korean land**. Walmart is studying whether to open outlets in the country. After interagency discussions, the Administration dangled an attractive bait: if Korea gave in, it would be allowed to join the Organization for Economic Cooperation and Development, the club of industrialized nations. 'To enter the OECD,' recalled a senior official of the organization, 'the Koreans agreed to liberalize faster than they had originally planned. They were concerned that if they went too fast, a number of their financial institutions would be unable to adapt.' The pressure on them is reflected in an internal three-page Treasury Department memorandum dated June 20, 1996. The memo lays out Treasury's negotiating position, listing '**priority areas where Treasury is seeking further liberalization**.' These included **letting foreigners buy domestic Korean bonds; letting Korean companies borrow abroad** both short term and long term, and letting foreigners buy Korean stocks more easily. Such steps would help Korean companies gain more access to foreign loans and investment, but they would also make Korea more vulnerable to precisely the kind of panicky outflow of capital that unfolded at the end of 1997. Moreover, for all Washington's insistence that it emphasized building financial oversight, nowhere in the memo's three pages is there a hint that South Korea should improve its bank regulation or legal institutions. Rather, the goal is clearly to **use the OECD as a way of prying open Korean markets** -- in part to win business for American banks and brokerages. These areas are all of interest to the US financial services community," Otro articulista del Times, Kristof, **llevó la preocupación más allá. El impacto social de esa avalancha de adquisiciones era muy grave: "Many companies newly available for foreign purchase are very attractive to international investors not only because their stocks are depressed and the won is cheap, but because South Korean labor has been severely chastised. One can only wonder how South Korean workers who demonstrated and occupied plants in their attempts to avoid massive layoffs at the hands of their fellow South Korean employers at the outset of the crisis may react to going back to work for Western owners who flaunt their scorn for the 120 South Korean system of "life time employment." ...**

“La fase tailandesa del ‘efecto dragón’ contagia e involucra a otras economías como las de Malasia, Indonesia y Filipinas, se extiende durante todo el tercer trimestre de 1997, golpea al centro financiero de la región, Hong Kong, y ocasiona la caída bursatil mundial del 27 de octubre, en un desplome que hizo recordar el crack bursatil mundial -ocurrido también en octubre- de 1987 (15.7% de la bolsa de Hong Kong, entre 13 y 15% de las de Sao Paulo, Buenos Aires y México; 7% de la de Nueva York; 4% de las de Tokio y Frankfurt.” (Dabat, 1999, 45)

¿Cómo se explica la transmisión tan rápida de la crisis de Tailandia al resto de los países asiáticos? Porque finalmente el comercio tailandés se concentraba en Estados Unidos y sus ligas financieras en Asia, excepto con Japón, eran escasas.<sup>121</sup>

La combinación de factores reseñados en el contexto histórico explica este fenómeno: Una elevada especialización comercial de la mayoría de los países asiáticos hacia los Estados Unidos y Europa; una creciente rivalidad entre los corporativos norteamericanos y japoneses por el control de la región; un cambio en la geopolítica por la irrupción de China en los mercados tecnológicos y sobre todo, por la entrega de la plaza financiera de Hong Kong, que tuvo que hacer Inglaterra a China; a más de la coincidencia de cambios de gobierno en Indonesia y Corea en condiciones de conflicto social. Todo ello formó un excelente “caldo de cultivo” para los ataques especulativos. Aunado a esto, la fuerte, pero equivocada respuesta tailandesa estimuló la huida de capitales.

En efecto, el banco central elevó las tasas de interés y restringió la compra de baths exclusivamente para empresas que requerían cubrir contratos a corto plazo. Más tarde, el gobierno amenazó con divulgar los nombres de los tenedores de contratos especulativos en el mercado de futuros y presionó a la prensa para evitar la publicación de noticias que afectarían la imagen de la economía. Los especuladores, temiendo que el gobierno pudiera suspender pagos, aumentaron su ataque. “Los bancos de California comenzaron a anunciar su apoyo a aquellos que quisieran retirar fondos de Tailandia. Los importadores retiraron sus cuentas protegiéndose de una devaluación y los exportadores sacaron sus dólares fuera del país.” La pérdida de reservas estimada fue entre 2 y 5 billones de dólares, según fuentes oficiales y privadas. Las utilidades de los especuladores en ese ataque se estimaron en US\$3 billones. (Linden, 1997)

---

<sup>121</sup> El Instituto para Investigaciones Económicas las estima en apenas un 4% del PIB.

El rescate fue lento e ineficiente: “El gobierno japonés... [tardó] en darse cuenta del fuerte interés que tenían sus bancos y multinacionales en detener el contagio de Tailandia y Malasia hacia Indonesia, Filipinas, Hong Kong y Corea del Sur. A pesar de ello el acuerdo crucial se conseguiría en último extremo en Tokio, bajo el liderazgo japonés. Y en ambos casos se adjudicó al FMI la ingrata tarea de sacar las castañas políticas del fuego económico – en especial por lo que respecta al regimen corrupto de Suharto en Indonesia...” (Strange, 1998, 131)<sup>122</sup>

Wall Street también había sido tocado en octubre de 1997, pero la reacción de la FED fue pronta y eficiente. Hong Kong no corrió la misma suerte, el índice Hang Seng cayó bruscamente. Aunque al igual que Bangkok, funcionaba con ancla nominal (currency board) lo que garantizaba la cobertura al 100% en dólares americanos y exigía la disponibilidad de grandes reservas [en aquel momento tenían cerca de 100 mil millones de dólares]; pero el reciente traspaso británico de la soberanía de la isla a china, había creado incertidumbre respecto de las intenciones chinas de apoyar o debilitar a los financieros hongkoneses y de la capacidad de defensa de Hong Kong.

“... las turbulencias se extendieron a Londres y Wall Street afectando no solo las acciones de empresas muy implicadas en Asia, sino a todo el mercado de acciones. En términos de puntos del Dow, se produjo la mayor caída de las cotizaciones jamás registrada. (...) En [Nueva York en] aplicación de las nuevas normas introducidas en 1987, el mercado suspendió la contratación al inicio de la tarde y nuevamente media hora antes de la hora de cierre. En respuesta, los precios de las acciones cayeron un 11% adicional en Honkg Kong, aproximadamente 7% en Singapur, y un 10% en Australia. Los precios de las cotizaciones también cayeron en Europa y en Rusia.” Wall Street [atizó el fuego y] se rehizo y fue seguido por Londres. Al parecer, el revulsivo fue la vuelta de grandes empresas como IBM que empezaron a recomprar sus propias acciones...” (Strange, 1998, 104)

“Wall Street salió al fin indemne de la crisis asiática. A fin de 1999 había ganado más del 70% con respecto a fines de 1996. Justamente, es preciso explicar esta capitalización bursátil sin

---

<sup>122</sup> El costo final del rescate de las monedas fue superior a los 100 mil millones de dólares refinanciados por un pool de bancos asiáticos y el FMI.

precedente en la historia. Resulta tanto de políticas deliberadas, en especial la masiva creación de medios monetarios mediante el crédito bancario, como del lugar completamente original que ocupan los Estados Unidos en el sistema imperialista mundial." (Serfaty, 2000,1)

El saldo negativo más importante de la crisis asiática no fue la pérdida económica inmediata e incluso la desnacionalización de parte de su industria, sino el impacto de largo plazo sobre el original sistema de trabajo que se había originado en Asia. La crisis barrió con los sistemas de seguridad y bienestar que la revolución tecnológica había permitido en esos países, el "trabajo de por vida", los círculos de calidad, los estímulos de productividad, los servicios de bienestar desaparecieron, para instalarse plenamente el sistema de trabajo flexible.

### **6.3. La predecibilidad de la crisis.**

¿Era predecible la crisis en Tailandia y Corea o en el resto de los países del sudeste asiático?

Con pocas excepciones, la respuesta general de los investigadores fue que nó. Sin embargo siempre hay señales, sobre todo en una región tan altamente competitiva.

Ya en enero de 1997 la acerera coreana Hambo Steel, había quebrado con deudas de 6 billones; el conglomerado Sammi Steel le siguió y la tailandesa Somprasong declaró suspensión de pagos. El propio gobierno tailandés cometió la imprudencia de indicar que había gastado 3.9 billones en la compra de deudas incobrables de instituciones financieras, aunque se desdijo de inmediato.

A principios de mayo, Japón indicó que podría subir sus tasas de interés y enseguida, durante el 14 y el 15 de mayo, Tailandia enfrentó un duro ataque especulativo coordinando una acción conjunta de los bancos de Tailandia y Singapur. El impacto repercutió en Filipinas donde las tasas "overnight" saltaron en forma espectacular de menos de 2% a casi 13%. El 19 de junio el ministro de finanzas de Tailandia, Chavalit Yongchaiyudh, declaró que el bath nunca se devaluaría y la tasa "overnight" en Filipinas se elevó al 15%; la tercera empresa automovilística coreana Kia quebró y finalmente el 2 de julio, Tailandia declaró pasar a un régimen de

flotación administrada. El primer día la devaluación fue de entre 15 y 20%. Esa noche, en Filipinas el banco central tuvo que acudir a defender su peso ante el salto de las tasas "overnight" al 24%. El once de julio Filipinas declaró la flotación y pidió ayuda al FMI; Camdessus, el director del FMI, respondió inmediatamente al rescate de una de las colonias norteamericanas en Asia<sup>123</sup>.

Tailandia solicitó ayuda el 28 de julio, pero el rescate se negoció hasta el 11 de agosto cuando se acordó en Tokio un crédito por \$16 billones de dólares del FMI y otras naciones asiáticas.

Para esas fechas (agosto 13) la rupiah indonesia estaba bajo presión; intentó defender su moneda elevando las tasas de interés.

El ataque se trasladó a Hong Kong donde el 15 de agosto las tasas de interés en "overnight" se elevaron 150 puntos base. El día siguiente, Beijing anunció el uso de US\$ 50 billones para defender el dólar hongkonés.

El 23 de agosto el presidente de Malasia, Mohamad Mahathir acusó a George Soros de dirigir el ataque a las monedas asiáticas y poco después, el 20 de septiembre llama a los delegados del Banco Mundial y del FMI que se reunieron en Hong Kong, a declarar inmoral y detener el comercio de divisas. El día siguiente (21), Soros publicaba que "El Dr. Mahathir es una amenaza para su país". Mahathir, el 1 de octubre reclama -en respuesta-, estrechar la vigilancia sobre las operaciones "forex" y en menos de cuatro horas su moneda cae a menos de 3.4080

Mientras tanto, en septiembre 4, a pesar del soporte del FMI, el peso filipino seguía cayendo alcanzando un record de 32.43 por dólar.

Finalmente entre el 20 y el 23 de octubre, la bolsa de valores de Hong Kong resiste su más fuerte ataque con caídas severas en el índice Hang Seng, de 23.34%. El dólar taiwanés se devaluó poco antes. Pero el impacto sobrepasó la región: El Dow Jones cayó 7.18%; Nasdaq,

---

<sup>123</sup> "The IMF offers the Philippines almost \$1.1. billion in financial support under fast-track regulations drawn." 14 julio.

115.43 puntos y S&P 500, 64.65 puntos. Las plazas de Brazil, Argentina y México fueron tocadas el 27 de octubre.

El shock terminó en noviembre (25) cuando los 18 miembros del Foro de Cooperación Económica del Asia Pacífico en su reunión anual, acordaron una defensa conjunta del sistema financiero regional. Más tarde esa decisión fue apoyada en una inusual declaración del Ministro de Finanzas Hiroshi Mitsuzuka y del Gobernador del Banco de Japón, Yasuo Matsushita, prometiendo que no habría más bancarrotas de instituciones financieras en la región.

Esa fue la dinámica de la crisis que enfrentó a dos plazas financieras rivales, Wall y Hong Kong. ¿Pero cómo se percibía ese problema desde la visión de los analistas ajenos al sector?

Desde la perspectiva del análisis fundamental, las variables e indicadores que se consideran relevantes en el Análisis son en gran medida convencionales. En el debate alrededor de los modelos de crisis, fueron Graciela Kaminsky, Saul Lizondo y Carmen M. Reinhart quienes en 1996 y 1998<sup>124</sup>, hicieron énfasis en los "sistemas de alarma" (early warnings), proponiendo un conjunto de variables e indicadores económicos cuyo seguimiento daría luz sobre la naturaleza y el riesgo de aparición de éstas. Siete años más tarde, Kaminsky revisó los indicadores relevantes, agrupándolos siguiendo parcialmente la tipología de las crisis de Paul Krugman, de acuerdo al siguiente esquema<sup>125</sup>:

---

<sup>124</sup> "Financial market participants are interested in this because they want to make money, policymakers because they wish to avoid the crisis, and academics because they have a long history of fascination with financial crises. The need for a better monitoring system is all the more apparent in light of the severity of the recent Asian crises. The purpose of this paper is to examine the available evidence on currency crises and to propose a specific early warning system." (Kaminsky Graciela, 1998,2) El trabajo seminal donde se presentan las variables para un sistema de alarma es "The twin crises: the causes of banking and Balance-of-Payments problems" de los mismos autores, en marzo de 1996. En 1997 el FMI publicó también su documento sobre indicadores de alarma temprana.

<sup>125</sup> "Following the literature on early warnings, this paper will classify currency crises using information on a variety of indicators. These indicators are described in Table 1. Indicators are grouped according to the symptoms on which the various generation models focus on. The first-generation models of currency crises highlight the inconsistency of expansionary macroeconomic policies with the stability of a fixed exchange rate regime. Fiscal deficits and easy monetary policy are at the core of these models. I capture the spirit of these models with two indicators: fiscal deficit/GDP and excess M1 real balances. The second-generation models focus on countercyclical government policies. The essence of these models is centered on problems in the current account, with real appreciations fueling losses in competitiveness and recessions. I capture the focus of these models with five indicators: Exports, imports, real exchange rate (deviations from equilibrium), terms of trade, output, and real interest rates. The third-generation models focus on financial excesses. To capture the spirit of these models, I use six indicators: domestic credit/GDP ratio, M2/reserves, deposits, M2 multiplier, stock prices, and an index of banking crises. The literature on sovereign crises has focused mainly on too much debt and even debt concentrated at short maturities. To examine this variety of crises, I use two indicators: Foreign debt/exports, and short-term debt/foreign exchange reserves. Finally, the sudden-stop approach focuses on international capital flow reversals, which I will try to capture with fluctuations in both the world real interest rate and foreign exchange reserves of central banks." (Kaminsky, 2003,8)

Clasificación de la crisis	Causas	Variables de alarma propuestas
Primera generación	Políticas macroeconómicas expansionarias bajo régimen de tipo de cambio fijo, déficits fiscales y aligeramiento de la política monetaria que conducen al deterioro de las variables fundamentales	$\frac{\text{Déficit}_{\text{fiscal}}}{\text{GDP}}$ Exceso del balance real de M1
Segunda generación	Políticas gubernamentales contracíclicas. La esencia de los modelos se centra en la cuenta corriente, con apreciación real, pérdida de competitividad y recesión	Exportación Importación Tipo de cambio real Términos del intercambio Producto Tasa de interés real
Tercera generación	Excesos y desequilibrios financieros	$\frac{\text{crédito}_{\text{doméstico}}}{\text{GDP}}$ $\frac{\text{M2}}{\text{reservas}}$ Depósitos Multiplicador M2 Precios de acciones Índice de crisis bancarias.
Crisis soberanas	Exceso de deuda principalmente a corto plazo	$\frac{\text{Deuda}_{\text{externa}}}{\text{Exportaciones}}$ $\frac{\text{Deuda}_{\text{a corto plazo}}}{\text{reservas}_{\text{en divisas}}}$
Altos sorpresivos (sudden stops)	Reversiones inesperadas en los flujos de capital	Tasa de interés mundial Volumen de reservas del banco central

Fuente: Elaboración propia con base en Kaminsky, 2003

¿Qué información ofrecían estos indicadores a mediados de 1997, sobre el riesgo de una crisis monetaria?

### ***Variables macroeconómicas***

Hasta el momento de la crisis el desempeño de Tailandia era impresionante. A excepción de 1996, en que se notaron signos de desaceleración, el crecimiento real del PIB registraba tasas superiores al 8% y la inversión fija tasas aún mayores, sostenida en el ahorro interno que alcanzaba niveles del 35% como porcentaje del PIB. La participación del exterior en la inversión bruta fija era baja, aproximadamente del 3%. El gobierno mantenía sus finanzas sanas, con un superávit que fluctuaba alrededor del 2% como porcentaje del PIB en los últimos años, aunque se observa ya una ligera baja durante 1996. (Cuadro No. 6.2.1)

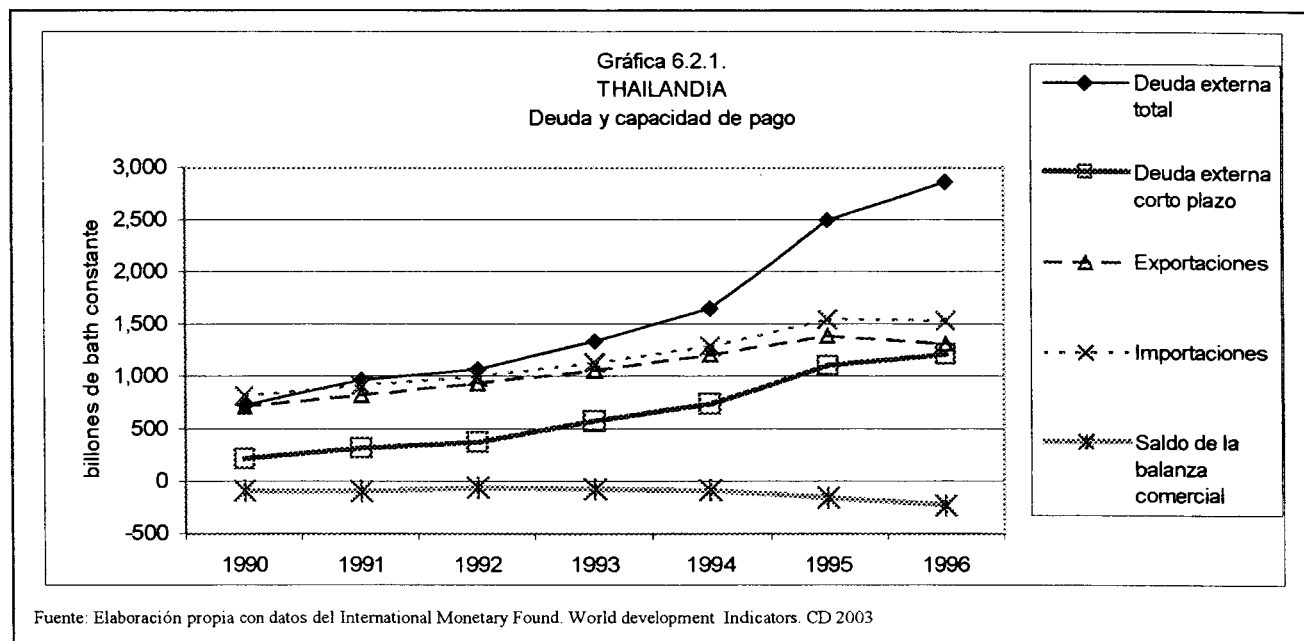
La inflación se había estabilizado en niveles menores al 6% en los últimos tres años, casi sin variaciones y la tasa de interés real, aunque se elevó dos puntos en el último año llegando al 9%, podía considerarse baja en una economía con ese ritmo de crecimiento.

La nota de alarma era un permanente y creciente déficit en cuenta corriente que en el último año superó el 8% como proporción del PIB, aunado a un creciente endeudamiento externo, tanto a corto como a largo plazo, mismo que se incrementó en forma importante (alrededor del 50%) durante 1995 (Grafica No. 6.2.1). La capacidad de generación de divisas en Balanza Comercial que puede considerarse el primer indicador de la capacidad de pago (por flujo de efectivo) fue nula durante todo el período hasta que se revirtieron las tendencias con la crisis. A pesar de ello, el servicio de deuda se mantuvo fluctuando alrededor del 12% al 13% de las exportaciones.

Cuadro No. 6.2.1. TAILANDIA: Indicadores Macroeconómicos							
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Producto Interno Bruto Tasa de crecimiento real	11.17	8.56	8.08	8.25	8.99	9.24	5.90
Formación Bruta de Capital Tasa de crecimiento real	29.60	12.68	6.64	9.28	11.37	11.24	7.03
Ahorro bruto doméstico como porcentaje del PIB	33.84	36.30	35.95	35.77	35.41	35.35	35.54
Inversión neta del exterior como porcentaje de la Formación bruta de capital	6.92	4.79	4.74	3.61	2.35	2.93	3.07
Superávit (déficit) presupuestal como % del PIB	4.55	4.72	2.83	2.10	1.86	2.94	2.35
Superávit (déficit) en Cuenta Corriente como % del PIB	-6.01	-5.60	-4.11	-4.38	-4.65	-6.74	-8.27
Servicio de deuda (total) como porcentaje de las exportaciones	16.91	12.97	13.74	12.95	13.38	11.59	12.63
Tasa de interés real	8.17	9.12	7.35	7.63	5.41	7.25	9.02
Inflación medida por IPC	5.95	5.73	4.07	3.37	5.04	5.80	5.81
Tasa de crecimiento de la reservas		31.66	16.22	20.21	19.86	22.67	4.86
Reservas en meses de importaciones	4.41	4.84	5.10	5.38	5.35	5.03	5.11
Tipo de cambio bath/dólar US	25.59	25.52	25.40	25.32	25.15	24.92	25.34
Reservas billones de dlls	13.31	17.52	20.36	24.47	29.33	35.98	37.73

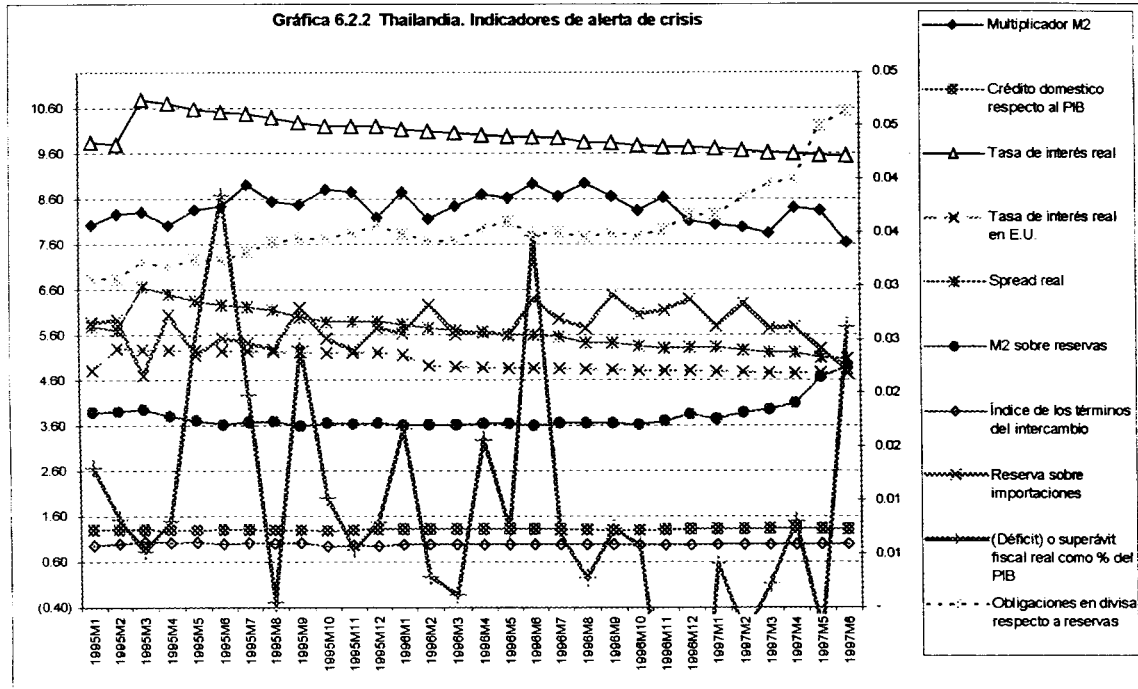
Fuente: Elaborado con datos del Banco Mundial. World development indicators 2003





En 1996 se observó que la tasa de crecimiento de las reservas disminuyó de promedios cercanos al 20% anual a poco menos del 5%, pero esto no podía considerarse ni mucho menos preocupante, porque la reserva siempre permitió financiar un poco más de 5 meses de importaciones, estándar alineado a los usos comerciales en el mercado internacional. El movimiento abrupto solamente estaba reflejando el pago de la deuda de corto plazo contraída un año antes. En términos macroeconómicos no existía por lo tanto ninguna señal que anticipara una crisis.

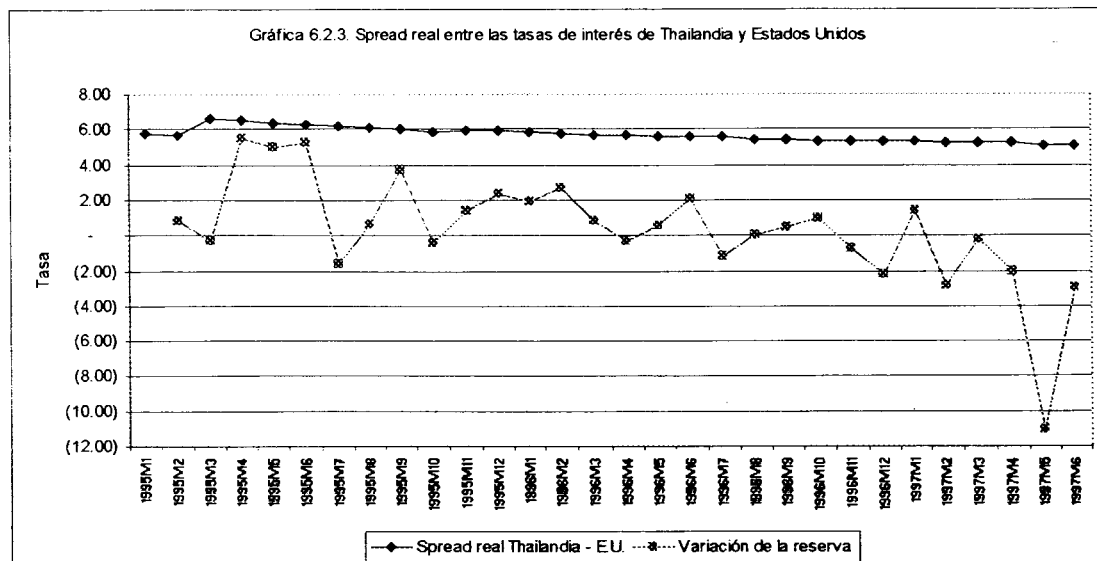
Si se observan los indicadores de alerta de crisis propuestos por Kaminsky (Anexo 1), estimados por mes (Gráfica No. 6.2.2.), el resultado es parecido, con dos excepciones importantes: A partir de noviembre de 1996 se presenta un incremento significativo en las obligaciones en divisa como porcentaje del PIB -de tres puntos en siete meses-; se nota también que a partir de octubre de ese año, el gobierno operó con un déficit presupuestal el cual solo es corregido hasta junio de 1997. Algo estaba ocurriendo en los mercados financieros porque tanto la tasa de interés local, como el spread real respecto a la tasa líder norteamericana se mantuvieron casi constantes, mientras que las reservas comenzaron a desacelerar su crecimiento a partir de febrero de 1997. En términos absolutos, sin embargo, nunca disminuyeron antes de la crisis.



Fuente: Elaboración propia con datos del International Monetary Fund. World development Indicators. CD 2003

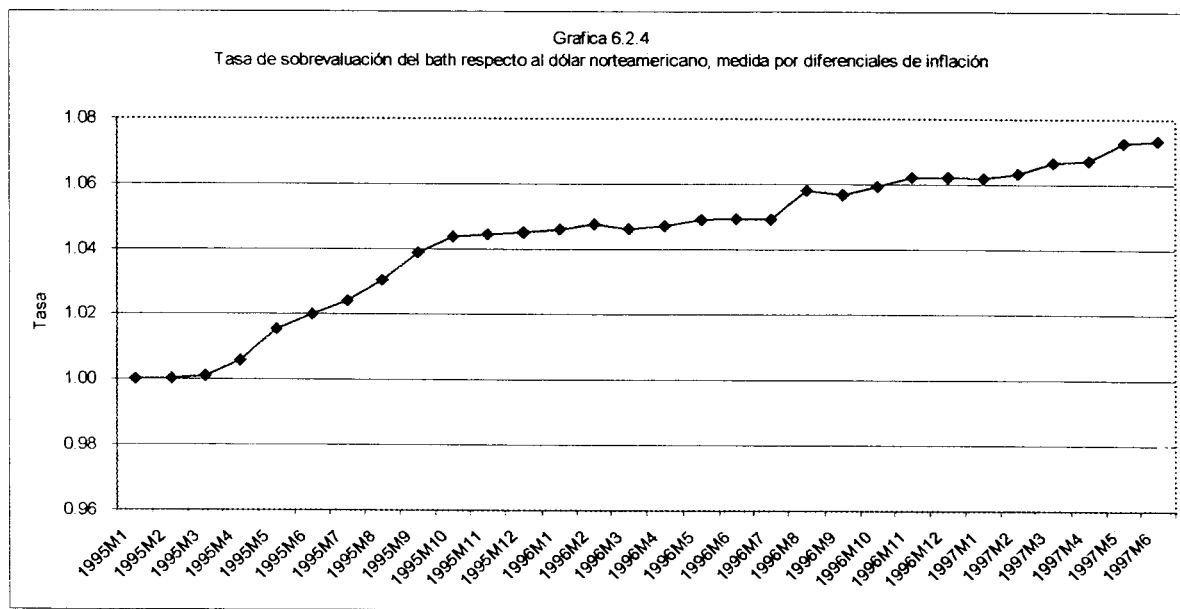
### Posibilidad de operaciones de arbitraje

Respecto de la tasa de interés las posiciones parecían controladas: en 1995 el premio pagado por Tailandia a las inversiones en moneda doméstica, se redujo en una décima; en 1996 disminuyó seis décimas y durante los primeros seis meses de 1997 bajó nuevamente 2.4 décimas. Los movimientos lógicos de ajuste se habrían desarrollado durante 1996. (Gráfica 6.2.3)



Fuente: Elaboración propia con datos del International Monetary Fund. World development Indicators. CD 2003

Respecto del tipo de cambio, medido por diferenciales de inflación entre Tailandia y Estados Unidos, se observa una sobrevaluación del bath del 8% entre enero de 1995 y junio de 1997, aunque en este caso el incremento se concentra en la segunda mitad de 1995 (Gráfica 6.2.4), nuevamente, los cambios en la posición de los portafolios se habrían producido, lógicamente, dos años antes.



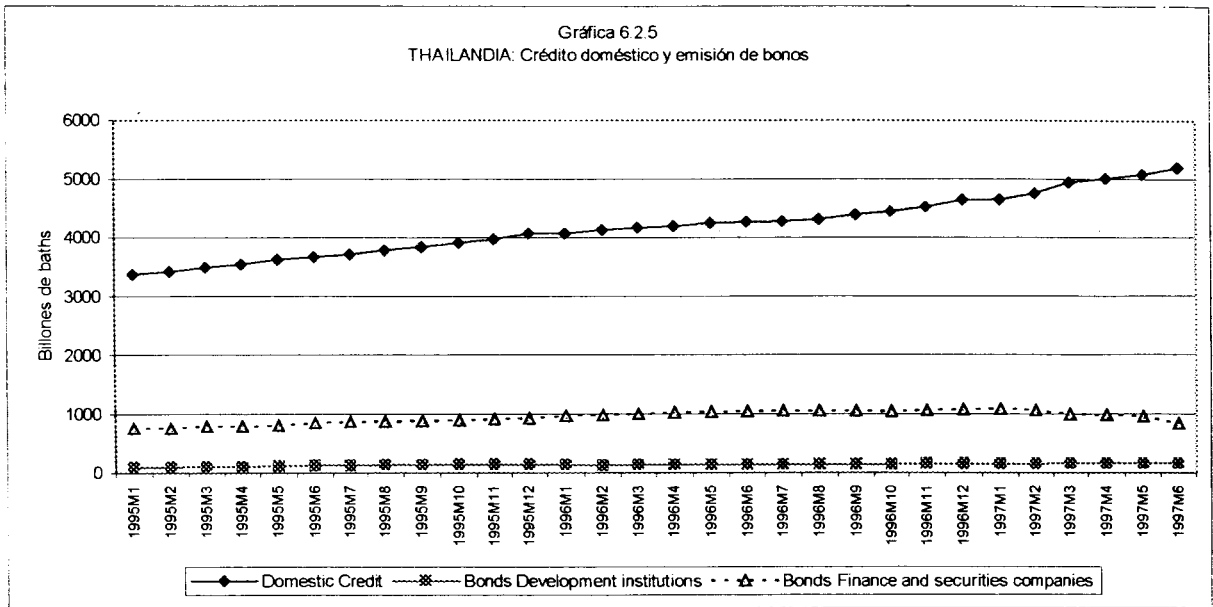
Fuente: Elaboración propia con datos del International Monetary Fund. World development Indicators. CD 2003

### Sobre-endeudamiento y expansión del crédito privado doméstico

Aunque la expansión del crédito privado doméstico fue acelerada durante el período (casi 21% en 1995; 14% en 1996 y poco más del 11% en el primer semestre de 1997), sumando un incremento de aproximadamente dos mil billones de baths en el período, el nivel de crédito doméstico como porcentaje del PIB mantuvo niveles muy bajos, entre 1.28% y 1.34% (Gráficas No. 6.2.5 y 6.2.6)

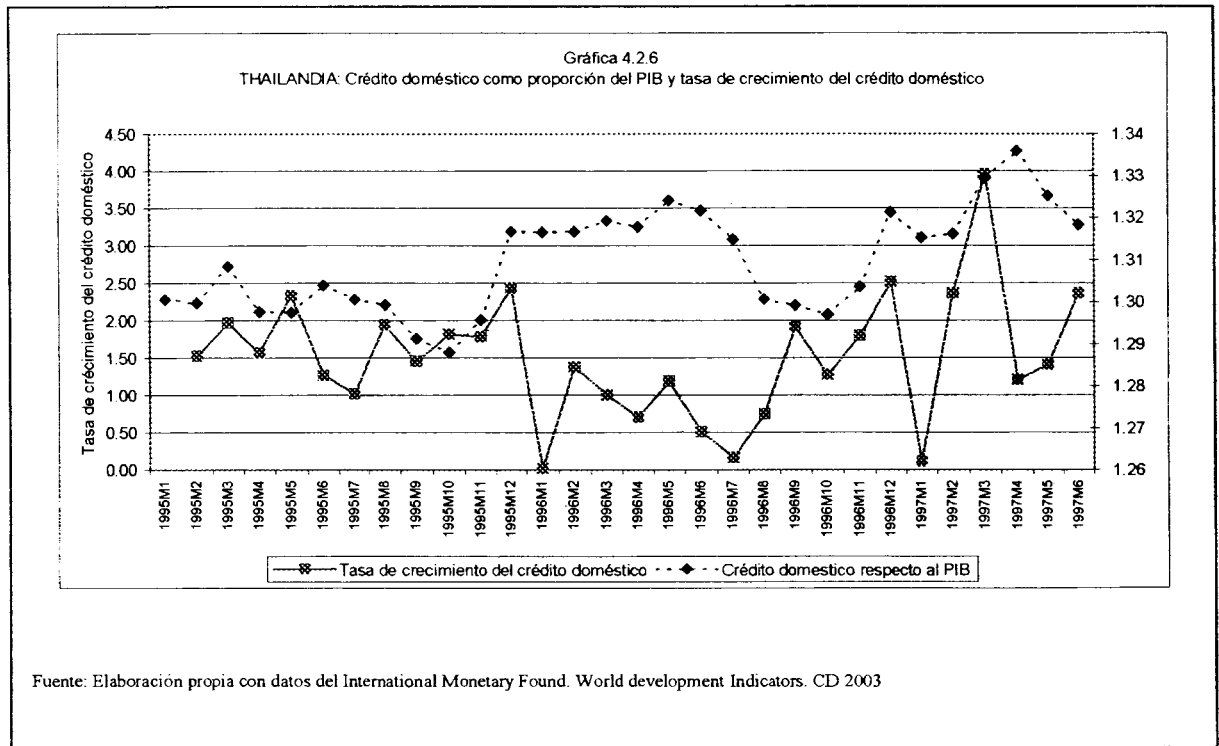
La emisión de bonos por parte del gobierno también fue sostenida en niveles estables y conservadores, el endeudamiento privado mostró una tendencia errática, con incrementos abruptos a partir de julio de 1996 y particularmente en febrero y marzo de 1997.

Gráfica 6.2.5  
THAILANDIA: Crédito doméstico y emisión de bonos



Fuente: Elaboración propia con datos del International Monetary Fund. World development Indicators. CD 2003

Gráfica 4.2.6  
THAILANDIA: Crédito doméstico como proporción del PIB y tasa de crecimiento del crédito doméstico



Fuente: Elaboración propia con datos del International Monetary Fund. World development Indicators. CD 2003

En resumen, desde la perspectiva de la información disponible de sus indicadores macroeconómicos o de sus "índices de alarma", Tailandia no presentaba ningún riesgo de crisis inminente. Se observaba -sin embargo- una tendencia insostenible en el crecimiento de su deuda denominada en moneda externa y un déficit permanente en su balanza comercial que tarde o temprano tendría que llevar a un ajuste de su tipo de cambio. Pero ningún indicador macroeconómico señalaba que a mediados de 1997, la situación fuera complicada y mucho menos insostenible. Se observaba también un crecimiento del crédito privado doméstico, pero los niveles se mantenían muy bajos como para ser una amenaza de crisis bancaria.

## CONCLUSIONES

En primer lugar podemos avanzar que la literatura existente respecto del problema de las crisis y los ataques especulativos sufrió un cambio de orientación a partir de la década de los noventa.

Como había señalado anteriormente, los análisis clásicos, fundamentalmente analítico-discursivos de Marx, Keynes, Kindleberger, Minsky y otros economistas, perdieron influencia en la conducción de la economía y la política. Surgió entonces una amplia literatura basada en modelos econométricos cuya base fue el concepto de “expectativas racionales” y la oferta de una nueva realidad económica sustentada en la expansión del capital financiero a todos los rincones de la tierra, desarticulando las barreras, controles y políticas nacionales existentes para permitir la libre circulación mundial del capital.

La ola de crisis económico-financieras que acompañó esta “apertura” dio lugar a una nueva generación de análisis en los cuales el “agente económico” tenía que ser un agente activo, determinante en el impulso o freno de las crisis. Con autores como Krugman, Black, Scholes, Mayer, Stiglitz o Soros, el empresario moderno, *se concibe como un especulador consciente y activo, libre de los determinismos del pasado* y se define como planificador eficiente, apoyado en nuevas y poderosas herramientas tecnológicas de análisis y control administrativo y financiero.

Este hecho se hace evidente si se considera que cualquier empresa que importe o exporte o incluso que compita con empresas importadoras se ve obligada a vigilar permanentemente los mercados cambiarios y que cualquier tesorería de una empresa de tamaño mediano evalúa permanentemente las oportunidades de inversión que se le ofrecen, incluyendo instrumentos monetarios.

La denominada primera generación de modelos de ataque especulativo que atribuye las crisis a “errores de política”, dio lugar a una segunda generación de modelos en los que los inversionistas disponen de un portafolio mundial de posibilidades de inversión y entonces los equilibrios posibles se vuelven indeterminados, múltiples, y el especulador actúa en función de

la respuesta esperada de los gobiernos ante su permanente vigilancia y amenaza de fuga de capitales.

Con ello, los tipos de cambio fijos se convirtieron en una carga riesgosa y costosa para los gobiernos y el agente especulador que realiza un ataque sistemático en busca de utilidades. El régimen de tipo de cambio fijo se elimina en casi todos los países y el orden financiero internacional pasa a una nueva etapa con tipos de cambio flexibles. La tercera generación de modelos resalta este hecho, la importancia central de los aspectos financieros en la generación y prevención de las crisis. Existen equilibrios indeterminados, pero los “márgenes de seguridad” de las “hojas de balance” lo reflejan de inmediato.

Las empresas multinacionales exploran alternativas de inversión y de utilidad en mercados secundarios considerando las posibilidades de arbitraje en mercados monetarios o en las bolsas de valores y operan maximizando el valor neto de sus portafolios, de esta forma, las crisis financieras de los países son resultado de los negocios multinacionales, de la maximización de utilidades de los corporativos que explotan las debilidades o desequilibrios resultantes de las políticas ineficientes o la inmadurez y falta de control de los mercados financieros locales. La magnitud del costo social que esto implica conduce finalmente al reclamo generalizado de control o de “reordenamiento de la arquitectura financiera internacional”.

Como señala Eichengreen, la historia de las generaciones de modelos resume la historia de las oleadas de crisis que se presentaron en las últimas dos décadas, reflejan el proceso de globalización financiera y una de las modalidades del proceso de acumulación capitalista en este período histórico particular, a pesar de las críticas contra la hipótesis de que especuladores como “Soros” contribuyan a la ‘fabricación de crisis’, la especulación deviene en uno más de los negocios corporativos internacionales.

El análisis sobre la crisis de Tailandia, demuestra que el modelo utilizado con la información disponible al momento previo a la crisis monetaria, falla en la predicción de la posibilidad de crisis.

En realidad parece claro que las metodologías de análisis fundamental y la modelización son complementarios en el análisis de los procesos económicos, porque cada uno de ellos aporta elementos de juicio y "señales" distintas, es así que los analistas obtienen información diferente y una mejor comprensión de la realidad. Lo mismo es extensivo al análisis financiero. Por eso la propuesta de Paul Krugman de desarrollar una nueva generación de modelos que incorpore este tipo de técnicas y elementos informativos, no es más que la comprensión de que la realidad económica tiene que analizarse desde una perspectiva multifacética.



## **BIBLIOGRAFÍA**

Álvarez González Alfonso, 2005. Análisis bursátil con fines especulativos: un enfoque técnico moderno. Limusa.

Arrighi Giovanni. 1998. La globalización, la soberanía estatal y la interminable acumulación de capital. Iniciativa Socialista No. 48. Marzo

Baccheta, Banerjee, 2000. A Simple Model of Monetary Policy and Currency Crises,

Bank of International Settlements. 2005. Triennial Central Bank Survey 2004. March 2005.

Barry Eichengreen, Andrew K. Rose, and Charles Wyplosz. 1995. Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks. June 21

Bologna Sergio. 1973. Money and Crisis: Marx as Correspondent of the New York Daily Tribune, 1856-57. Common Sense No. 13-14. En <http://www.wildcat-www.de/en/material/cs13bolo.htm>

Boyer Robert, 1999. Dos desafíos para el siglo XXI: disciplinar las finanzas y organizar la internacionalización. Revista de la Cepal No. 69. Diciembre.

Boyer Robert, 2004. Financial crises. La documentation française, en Les crises financières. <http://www.ladocumentationfrancaise.fr>

Brooks Douglas H., Hill Hal, 2003. Divergent asian views on multilateral framework for FDI, november, en [www.oecd.org/dataoecd/0/14/20354697.pdf](http://www.oecd.org/dataoecd/0/14/20354697.pdf)

Cline William R., 2005 The case for a new plaza agreement, Policy briefs in international economics. PB-05-4 december. Institute for international economics.

Corsetti Giancarlo, Pesenti Paolo, Roubini Nouriel. 1998. What caused the Asian currency and financial crisis? NBER. IMF. March

Crotty Jim, Dymski Gary. 2000. Can the Global Neoliberal Regime Survive Victory in Asia? The Political Economy of the Asian Crisis. University of Massachusetts. November 1998, With Postscript: Sept. Publicado originalmente en 1998

Crotty James. 1985. The Centrality of Money, Credit, and Financial Intermediation in Marx's Crisis Theory: An Interpretation of Marx's Methodology.

Chiang, Velazco, 2000. Balance Sheets and exchange rate policy

Dabat Alejandro, Toledo Patiño Alejandro. 1999. Espacio económico y competencia de regiones y naciones en la crisis asiática. Problemas del Desarrollo V. 30 No. 119, octubre-diciembre

De Bernis Gerard. 1999. Mundialización y crisis en Asia del Este. Instituto de Ciencias Económicas y Economía Aplicada, París. Comercio Exterior, vol. 49, núm. 1, México, enero

De la Rosa Leonidas Enrique. 1999. Ataques especulativos: un enfoque de incertidumbre e información. Banco de la República. Serie Borradores de Economía. Agosto. En <http://www.banrep.gov.co/docum/ftp/borra130.pdf>

Diamond – Dyvbing, 1983. Bank runs, deposit insurance, and liquidity

Edwards Sebastian. 1997. Crisis y reforma en América Latina. Emece Editores. Argentina.

Edwards Sebastian. 2000. Contagion. World Economy Lecture, delivered at the University of Nottingham, on October 28th

Eichengreen Barry. 2003. Three generations of crises, three generations of crisis models. Journal of International Money and Finance V. 22

Eiteman David, Stonehill Arthur, Moffett Michael. 2000. Las finanzas en las empresas multinacionales. Prentice Hall.

Encarnation Dennis J. 1993. Rivals Beyond Trade: America vs. Japan in Global Competition (Cornell Studies in Political Economy), Ithaca, NY, U.S.A.: Cornell University Press.

Farrell Roger. 2000. Japanese foreign direct investment in the world economy 1951–1997, en Pacific Economic Papers, Asia Pacific School of Economics and Management. Australia–Japan Research Centre. The Australian National University. En <http://ideas.repec.org/p/eab/tradew/390.html>

Fischer Stanley, 1998. The Asian crisis: a view of the IMF. First Deputy Managing Director of the International Monetary Fund at the Midwinter Conference of the Bankers' Association for Foreign Trade. Washington, D.C., January 22.

Goldstein Morris. 2004. Adjusting China's exchange rate policies. IMF, may.

Jeanne Olivier, Wyplosz Charles. 2001. The international lender of last resort: how large is large enough?. IMF working paper. May.

Kaminsky Graciela, Lizondo Saul, Reinhart Carmen M. 1996. The twin crises: the causes of banking and Balance-of-Payments problems. Mimeo

Kaminsky Graciela, Lizondo Saul, Reinhart Carmen M. 1998. Leading Indicators of Currency Crises, Final draft: January. Mimeo

Kaminsky Graciela L. Reinhart Carmen M.,1999. On Crises, Contagion, and Confusion. NBER. Mimeo. draft: June

Kaminsky Graciela L. 2003. Varieties of Currency Crises. Department of Economics George Washington University. December

Keynes John Maynard. 1923. Breve tratado sobre la reforma monetaria, FCE, México, 1992

Keynes John Maynard. 1936. Teoría General de la Ocupación, el Interés y del Dinero. Ed. Planeta Agostini. Traducción por Eduardo Hornedo. Ed. 1993

Kindleberger Charles P. 1978. Manías, Pánicos y cracs. Ed. Ariel. 1ª. Reimpresión 1993, traducido de Basic Books 1989

Kregel J. A., 1998. East Asia Is Not Mexico: The Difference between Balance of Payments Crises and Debt Deflations. Working Paper No. 235. May

Krugman Paul, 1995. Desarrollo, geografía y teoría económica. Antoni Bosch Editor. MIT

Krugman Paul, 1999. Balance Sheets, the transfer problem, and financial crises. Mimeo. January

Krugman Paul, 1999a. Analytical Afterthoughts on the Asian Crisis

Krugman Paul, 1998. What happened to Asia?" mimeo, MIT, mimeo, disponible en <http://web.mit.edu/www/krugman/>

Krugman Paul. 1979. A model of balance of payment crises. Journal of Money, credit, and banking, V. 11 No. 3, august

Krugman Paul. 2001. Crises: the next generation? Draft for Razing conference, Tel Aviv University, march

Linden Eugene. 1997. How to kill a tiger. TIME magazine. Asia November 3, 1997 Vol. 150 No. 18, disponible en :

[http://www.time.com/time/magazine/1997/int/971103/asia.how\\_to\\_kill\\_a.html](http://www.time.com/time/magazine/1997/int/971103/asia.how_to_kill_a.html)

Mántey de Angiano Guadalupe (1999). Crisis en el sudeste asiático: las causas del mal, el tratamiento del FMI y la sabiduría de la medicina oriental. Problemas del Desarrollo V. 30, No. 119, oct. Dic. 1999.

Marais Elise. 2003. La contagion financière: une étude empirique sur les causalités lors de la crise asiatique. CEFI, présentation aux doctoriales 2003, Bruxelles, décembre.

Marx Carlos. 1894, El Capital T. III. Edición FCE. 1975

Marx Karl. Theories of surplus value T. II

Mayer M. 1997. The bankers: the next generation. New York. Trauma Talley Books.

McKinnon – Pill, 1996. International overborrowing. A decomposition of credit and currency risk

McKinnon Ronald I. 2002, El patrón dólar mundial y el dilema del tipo de cambio de Asia oriental Monetaria, Abril-junio.

Minsky H. P. 1975. John Maynard Keynes. New York, Columbia University Press

Minsky H. P. 1999. Ondas largas en las relaciones financieras: factores financieros en las depresiones más severas. Problemas del desarrollo. V. 30 No. 119, oct-dic. 1999 reedición del documento de 1963

Mishkin Frederic, 1999. Lessons from the Asian crisis. NBER Working Paper No. 7102, april

Myers Peter. 2003. Asian crisis. En <http://users.cyberone.com.au/myers/asia-crisis.html>

Nagel Anja. 2001 (¿) The Role of Financial Sector Dynamics in Thailand's 1997 Currency Crisis. Mimeo. Disponible en <http://www.cefims.ac.uk/documents/research-13.pdf>

Obstfeld Maurice, 1994. The logic of currency crises. National Bureau of Economic Research (NBER) Working paper No. 4640, february

Pastor Alfredo. 1999. Burbujas especulativas y crisis cambiarias: previsión, prevención y cura. Versión revisada del trabajo presentado en la 2ª Jornada sobre Nuevas Fronteras de la Política Económica organizada por el CREI en la Universitat Pompeu Fabra, Junio de 1999

Pérez Carlota. 2002. Revoluciones tecnológicas y capital financiero. La dinámica de las grandes burbujas financieras en las épocas de bonanza. Siglo XXI. 2004

Radelet Steven and Sachs Jeffrey. 1998. The Onset of the East Asian Financial Crisis. Harvard Institute for International Development. March

Ripoll i Alcón Joan. 2003. Crisis cambiarias y ataques especulativos. Trabajo elaborado para su exposición en las VII Jornadas de Economía Internacional, Universidad de Castilla-La Mancha, Facultad de Derecho y Ciencias Sociales, junio de 2003. Mimeo.

Rivera Ríos Miguél Angel, Dabat Alejandro, Toledo Patiño Alejandro. 2001. Revaluación de la crisis asiática: espacio, ciclo y patrón de desarrollo regional. Comercio Exterior. Noviembre

Salant Stephen W, Henderson Dale W. 1978. Market anticipations of government policies and the price of gold. Journal of Political Economy, V. 86 No. 4

Sánchez Cantú Leopoldo. 2005. Los mercados bursátiles y el paradigma de la complejidad. Revista de Contaduría y Administración. No. 215. Enero abril. FCA-UNAM.

Serfaty Claude, 2000, Wall Street, el capital financiero y sus efectos devastadores, en [www.herramienta.com.ar/varios/13/13-2.html](http://www.herramienta.com.ar/varios/13/13-2.html)

Schnabl Gunther, , Weak economy and strong currency - The origins of the strong yen in the 1990's DIW Berlin, German Institute for Economic Research, vol. 70(4), pages 489-503

Schneider and Tornell, 2000. Soft landings.

Sorel Julio, Chingo Juan. 1998. El Sudeste asiático y el fin del equilibrio inestable de la economía mundial de los '90. Estrategia Internacional N° 7 Marzo/Abril

Soros George. 1998. Toward a Global Open Society. Atlantic Monthly, January 1998; Volume 281, No. 1; pages 20 - 32, en <http://www.theatlantic.com/issues/98jan/opensoc.htm>

Soros George. 1987. The alchemy of finance. New Preface 1994, John Wiley & Sons, New York).

Stiglitz Joseph E. 2003. Globalization and the economic role of the state in the new millennium. Industrial and corporate change, V. 12 No. 1, publicado originalmente en 2001

Strange Susan. 1998. Dinero loco. El descontrol del sistema financiero global. Paidós. 2003

## **FUENTES ESTADÍSTICAS**

International Monetary Found. CD 2003

UNCTAD 1996 TDR/16(Vol. II) Informe sobre el Comercio y el Desarrollo 1996. Segunda parte

World Bank Development Indicators. CD 2003

## ANEXO 1

### Indicadores de alarma propuestos por Graciela Kaminsky

#### Data Appendix

##### The Indicators: Sources and Definitions

Sources: *International Financial Statistics* (IFS), International Monetary Fund (IMF); *Emerging Market Indicators*, International Finance Corporation (IFC); *World Development Indicators*, The World Bank (WB); *The Maturity, Sectoral, and Nationality Distribution of International Bank Lending*, Bank for International Settlements (BIS); *International Banking and Financial Market Developments*, Bank for International Settlements. When data was missing from these sources, central bank bulletins and other country-specific sources were used as supplements. Unless otherwise noted, all variables are in 12-month percent changes.

1. M2 multiplier: The ratio of M2 (IFS lines 34 plus 35) to base money (IFS line 14).
2. Domestic Credit/GDP: IFS line 52 divided by IFS line 64 to obtain domestic credit in real terms, which was then divided by IFS line 99b.p. (interpolated) to obtain the domestic credit/GDP ratio. Monthly real GDP was interpolated from annual data.
3. Domestic Real Interest Rate: Deposit rate (IFS line 60) deflated using consumer prices (IFS line 64). Monthly rates expressed in percentage points. In levels.
4. "Excess" MI balances: MI (IFS line 34) deflated by consumer prices (IFS line 64) less an estimated demand for money. The demand for real balances is determined by real GDP (interpolated IFS line 99b.p), domestic consumer price inflation, and a time trend. Domestic inflation was used in lieu of nominal interest rates, as market-determined interest rates were not available during the entire sample for a number of countries; the time trend is motivated by its role as a proxy for financial innovation and/or currency substitution. In levels.
5. M2/Reserves: IFS lines 34 plus 35 converted into dollars (using IFS line ae) divided by IFS line IL.d.
6. Bank Deposits: IFS line 24 plus 25 deflated by consumer prices (IFS line 64).
7. Exports: IFS line 70.
8. Imports: IFS line 71.
9. Terms of Trade: The unit value of exports (IFS line 74) over the unit value of imports (IFS line 75). For those developing countries where import unit values (or import price indices) were not available, an index of prices of manufactured exports from industrial countries to developing countries was used.
10. The Real Exchange Rate: The real exchange rate index is derived from a nominal exchange rate index, adjusted for relative consumer prices (IFS line 64). The measure is defined as the relative price of foreign goods (in domestic currency) to the price of domestic goods. The nominal exchange rate index is a weighted average of the exchange rates of the nineteen OECD countries with weights equal to the country trade shares with the OECD countries. Since not all real appreciations reflect disequilibrium phenomena, we focus on deviations of the real exchange rate from trend. In levels.
11. Reserves: IFS line IL.d.
12. Output: For most countries, the measure of output used is industrial production (IFS line 66). However, for some countries, (the commodity exporters) an index of output of primary commodities is used (IFS lines 66aa), if industrial production is not available.
13. Stock returns: IFC global indices are used for all emerging markets: for industrial countries the quotes from the main boards are used. All stock prices are in US dollars.
14. Short-term Foreign Debt: Liabilities of domestic residents to BIS reporting banks with maturities up to one year divided by total liabilities of domestic residents to BIS reporting banks, interpolated from semi-annual data. *The Maturity, Sectoral, and Nationality Distribution of International Bank Lending*, Bank for International Settlements.
15. Foreign Debt: Liabilities of domestic residents to BIS reporting banks. *International Banking and Financial Market Developments* (BIS).
16. World Real Interest Rate: US deposit rate (IFS line 60) deflated using consumer prices (IFS line 64). Monthly rates expressed in percentage points. In levels.
17. Fiscal Deficit: The ratio of fiscal deficit (IFS line 80) deflated by consumer prices (IFS line 64) to GDP (IFS line 99b.p) interpolated.
18. Banking Crises : Index of banking crises from Kaminsky and Reinhart (1999) (updated to 2002).

Fuente: Kaminsky Graciela L. 2003. Varieties of Currency Crises. Department of Economics George Washington University. December, p. 20