



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA  
DE MÉXICO

---

---

FACULTAD DE ECONOMÍA

GLOBALIZACIÓN FINANCIERA Y CRISIS

T E S I S

QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE:

LICENCIADO EN ECONOMÍA

P R E S E N T A

MISAEAL PÉREZ CRUZ

ASESOR: MTRO. ROBERTO SOTO ESQUIVEL



MÉXICO, D. F.

2006



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.

## ÍNDICE

Introducción.....	3
1. El sistema financiero internacional.....	8
1.1 Introducción	
1.1.1 El sistema financiero internacional	
1.2 Los acuerdos de Bretton Woods.....	10
1.2.1 Antecedentes	
1.2.2 El sistema de Bretton Woods	
1.3 Estructura financiera internacional actual.....	16
1.3.1 Los tipos de cambio flotantes	
1.3.2 Flujos internacionales de capital	
1.4 Nueva Arquitectura Financiera Internacional.....	29
2. Liberalización y Desregulación financiera.....	37
2.1 Introducción.....	37
2.2 El Consenso de Washington.....	39
2.3 Innovación financiera.....	45
2.4 El papel de los intermediarios financieros.....	51
3. Crisis Financieras Internacionales.....	55
3.1 Introducción.....	55
3.2 Aspectos Teóricos de la Crisis.....	56
3.3 Fragilidad en el Sistema Monetario Internacional.....	59
3.4 Crisis recurrentes.....	64
3.4.1 Brasil	
3.4.2 Asia	
3.4.3 Rusia	
3.4.4 Argentina	

4. México y los impactos de las reformas financieras.....	78
4.1 Introducción.....	78
4.2 Las Reformas Estructurales en México.....	80
4.2.1 Apertura financiera y desregulación	
4.2.2 Desregulación Interna	
4.2.2.1 Liberalización de los tipos de interés y el crédito	
4.2.3 Apertura del sistema financiero	
4.2.3.1 La cuenta de capitales	
4.2.3.2 Fragilidad en el sistema financiero mexicano: sistema de regulación y supervisión de la actividad financiera	
4.2.3.3 Privatización y reestructuración de la deuda	
4.2.3.4 La crisis en México y el rescate bancario	
4.3 Proceso de extranjerización.....	98
 Conclusiones.....	 108
 Bibliografía.....	 113

## Introducción

El proceso de globalización, para algunos autores, ha estado presente desde hace cinco siglos<sup>1</sup>, para otros, su origen se remonta al nacimiento del capitalismo, desarrollando y fortaleciendo su estructura en forma paralela a éste. El hecho aquí es que la globalización ha tenido múltiples efectos sobre las economías nacionales y ha revestido el interés por las economías regionales y locales, además de que la globalización se marca como un proceso con secuelas y divisiones antagónicas ya que, por un lado, muestra un próspero desarrollo económico, con innovaciones tecnológicas, mejores niveles sociales, etc., y, por el otro, un lacerante estancamiento social y económico, un escaso o nulo desarrollo tecnológico, y reducidos niveles educativos.

Ahora bien, el sistema capitalista global es responsable de una gran prosperidad, aunque desigual e inequitativa. Sin embargo, en las últimas décadas del siglo XX, el sistema se ha mostrado poco sólido e insostenible en donde las crisis empiezan a tomar nuevos matices. Por tanto, es importante analizar la divergencia que se generó entre la esfera real y financiera de la actividad económica y como ha mostrado su inviabilidad a través de crisis recurrentes en los últimos años que ha generado una burbuja financiera e inflación financiera que puede desencadenar en una gran crisis financiera de gran envergadura.

El proceso de globalización nos ha llevado a un libre flujo comercial y financiero en prácticamente todas las economías. La formación de regiones y bloques económicos hace que el sistema sea muy favorable al capital financiero, que es libre de elegir y escoger dónde ir, y ha conducido al rápido crecimiento de los mercados globales (Soros, 1999). Así, se da pauta para mostrar como a lo largo de las últimas décadas del siglo XX la desregulación financiera, por un lado, estimuló la canalización de recursos hacia la especulación desviándolos de la inversión productiva y, por otro, altero el orden monetario mundial, así como la

---

<sup>1</sup> Al respecto Heyman (1988), afirma “La globalización, de hecho, ha sido la tendencia natural de la historia ...el periodo no interrumpido más largo de la globalización fue el que empezó con el descubrimiento de las Américas en 1492 y que terminó con la llamada “edad de oro” del capitalismo del fin del siglo XIX y del principio del siglo XX”.

creación o generación de espacios/territorios, ganadores y perdedores, en un contexto internacional y al interior de cada economía.

Durante la última década del siglo XX se observa que América Latina vuelve a ser atractiva para los flujos de capital; los mercados financieros crecen y los países de la periferia obtienen un abundante suministro de capitales al abrir sus mercados de capital por medio de la Inversión Extranjera de Cartera y privatizar sus empresas paraestatales a través de la Inversión Extranjera Directa.

La expansión global tuvo grandes resultados al grado de que los Estados Unidos aseguraron romper con el ciclo económico (auge–crisis) y suponía la llegada de una Nueva Economía, pero a finales del siglo XX y principios del XXI la crisis de confianza que se desata en los mercados financieros (por los escándalos corporativos) hace que el mundo se paralice y se genera una gran inestabilidad en todos los niveles (político, social y económico).

Dicha inestabilidad no se origina en la actualidad sino que es un problema estructural del sistema mundial que sumado a los problemas geopolíticos y la crisis de confianza evidencian aún más la vulnerabilidad del sistema generando una mayor incertidumbre. Con el surgimiento de las crisis en México (1994), Asia (1997), Rusia (1998), Brasil (1999) y Argentina (2001), se empieza a cuestionar por qué se originan dichas crisis y cuáles pueden ser las alternativas que deberían presentarse para evitar contracciones económicas y recesiones que ocasionan desequilibrios económicos, políticos y sociales. Se invierte la dirección del movimiento y los capitales empiezan a salir de los mercados emergentes, la separación entre el mercado financiero y el mercado real (de bienes) se hace más grande, cuando se supone que el mercado financiero es un apoyo al mercado real por medio del sistema bancario y el sistema bursátil.

Las crisis hacen notar las deficiencias del sistema bancario internacional que hace que se geste la compresión global del crédito del centro a la periferia así como la disponibilidad de créditos en la economía interna, mientras que el sistema bursátil tiene una naturaleza altamente especulativa y, en el caso de México, no es una fuente de financiamiento para la mayoría de las empresas. Otro punto que sale a la luz es la fuga de capitales, ya que se observa que el reacomodo de los flujos de

capital en un mercado financiero internacional integrado constituye la reorganización de la industria y el nacimiento de un mercado global operado por grandes consorcios transnacionales. Consorcios que se caracterizan por sus operaciones de portafolio y el destino de sus inversiones directas, destinos que se pueden localizar geográficamente, favoreciendo al lugar de destino.

En este contexto, la preocupación ya no sólo es la entrada de flujos de capital sino la posibilidad de que se puede reducir dicha entrada e incluso revertirse, lo que ocasionaría o forzaría a un ajuste macroeconómico y financiero drástico. Además una característica de los mercados financieros es que les “molesta” cualquier tipo de injerencia gubernamental pero mantienen una profunda creencia en que si la situación se complica demasiado las autoridades intervendrán, lo último debido al efecto del optimismo excesivo de las expectativas de rentabilidad y el impacto de las garantías a los depósitos bancarios (o la creencia de que existen) en las decisiones de inversión.

## **Objetivos**

Con base en lo anterior, la presente investigación pretende alcanzar los siguientes objetivos:

1. En general, se pretende analizar diversas experiencias de liberalización y desregulación financiera en el contexto de la globalización.
2. Revisar los factores y dinámica que toma la “globalización financiera” como consecuencia de la llamada Crisis Financiera Internacional después de Bretton Woods.
3. Analizar los impactos de la liberalización financiera en algunos países en los cuales se instrumentó. Asimismo, observar la magnitud de las “reformas financieras”.
4. Estudiar las experiencias de “liberalización financiera” en los mercados emergentes, particularmente en México, y las principales reformas en el sector financiero y la relación existente con los flujos internacionales de capital.

5. Observar como la globalización no llega a los mercados financieros por la expansión de la demanda de servicios financieros de apoyo al comercio sino por la diversificación de riesgos y de manejo de carteras.

El presente documento, por tanto, tratará de corroborar cómo en el actual proceso de globalización financiera está el origen del estallido de crisis financieras en economías emergentes, como México, a través de la siguiente:

### ***Hipótesis***

Las recurrentes crisis en la década de los noventa, con la experiencia de la globalización financiera, han dado muestras de que la afluencia de capitales (principalmente norteamericanos) hacia México constituye una importante fuente de perturbaciones macroeconómicas ya que los flujos de capital extranjeros son muy volátiles y las grandes fluctuaciones de esos flujos no se deben solo a factores externos al país sino también a problemas internos (estructurales) del país.

Perturbaciones que se resolverían con la creación de ahorro interno, a través de la aplicación de políticas regionales integrales que promuevan el fortalecimiento del mercado interno, a través de eslabonamientos de las cadenas productivas nacionales con el sector externo, así como la eficiente transferencia de dicho ahorro hacia la inversión productiva para el desarrollo regional y una diversificación del comercio exterior de México.

### ***Estructura del trabajo***

Para alcanzar los objetivos y corroborar la hipótesis, esta tesis presenta, en un primer apartado, la estructuración del sistema financiero internacional y cómo es que esté se ha modificado desde el rompimiento de los acuerdos de Bretton Woods. Se analiza también la tendencia de los flujos internacionales de capital y como se ha ido demandando una nueva arquitectura financiera internacional.

En el segundo capítulo se entra con mayor profundidad a los procesos de liberalización y desregulación financiera, colocando el inicio de estas reformas en el Consenso de Washington, observando como la innovación financiera ha

cambiado sustancialmente la forma del sistema financiero internacional y el papel que juegan los nuevos intermediarios financieros.

En el capítulo tercero se hablará de las crisis financieras de finales del siglo XX y se expondrán algunos elementos teóricos que envuelven a la crisis. Señalaremos la fragilidad del sistema monetario-financiero internacional y se darán algunos detalles de crisis en diversos países del mundo.

En el último capítulo se tratará el tema de México en particular, se observarán los impactos que las reformas financieras han ocasionado en la economía y se analizarán las reformas estructurales que se implementaron para su apertura financiera y su desregulación. En la parte final de este cuarto capítulo se hablará del proceso de extranjerización por el que paso el país, específicamente en sus servicios financieros.

Por último, se presentarán las conclusiones derivadas de los apartados estudiados en el trabajo y se harán algunas observaciones a manera de propuestas para el mejor desempeño y control de los flujos financieros.

## 1. El sistema financiero internacional

### 1.1 Introducción

El presente capítulo explica la estructuración del sistema financiero internacional y sus modificaciones a partir de la ruptura de los acuerdos de Bretton Woods. Analiza también la evolución de los flujos internacionales de capital en el sistema financiero y cómo se ha ido consolidando una nueva arquitectura financiera internacional. Además, se identifican algunas de las reformas, según varios autores, que se requieren en la arquitectura financiera.

Para alcanzar los puntos anteriores, en un primer apartado se dará una definición de lo que es el sistema financiero internacional. Posteriormente, se busca entender el proceso que nos ha conducido al estado actual en el sistema financiero internacional, entendiendo la ruptura de los acuerdos de Bretton Woods como la causa del cambio en la dinámica de los flujos financieros internacionales, y la necesidad de constitución de una nueva arquitectura financiera.

Se observará, en el desarrollo del capítulo, que no obstante los avances del proceso de globalización de las últimas décadas, aún no se ha constituido una economía global en escala mundial<sup>2</sup>. En realidad el proceso de globalización de la economía se apoya en fuerzas objetivas, ligadas al desarrollo de los medios de comunicación, informáticos y de transporte, que son el núcleo de la revolución científico-técnica de la actualidad (Guillén, 1999)<sup>3</sup>. Se apoya, igualmente, en el grado de concentración y centralización del capital alcanzado en la mayoría de los países.

Así, el capítulo mostrará que en el último cuarto del siglo XX se manifestó un incremento vertiginoso del financiamiento internacional en monedas de reserva y un lento crecimiento del ingreso mundial cuyo origen puede encontrarse en la

---

<sup>2</sup> Lo anterior, sugeriría Guillén (1999), debido a que una economía propiamente global reclamaría un sistema productivo de dimensiones planetarias, donde todas las empresas fuesen transnacionales y operaran conforme a la lógica del mercado mundial. La economía global implicaría la libre movilidad del capital productivo, de los flujos financieros y de la fuerza de trabajo.

<sup>3</sup> Este punto se desarrollará con mayor detalle en el siguiente capítulo.

desregulación financiera, mismo que se podría remontar a la falta de cumplimiento de los acuerdos de Bretton Woods.

### **1.1.1 El sistema financiero internacional**

El sistema financiero internacional puede definirse como el marco de referencia en que interactúan las unidades operacionales que lo componen (las instituciones financieras) y de responsables de las políticas monetaria, crediticia y fiscal, que regulan su funcionamiento y modulan los flujos monetarios entre los que disponen de recursos financieros y los que los utilizan para sus propias actividades de producción o de consumo (Borjón, 2002).

El sistema financiero internacional, afirma Borjón (2002), no se diferencia en esencia de la financiación nacional, pues también consiste en poner los recursos monetarios y crediticios de los inversionistas a disposición de las personas o sociedades que requieren fondos para negocios económicos productivos. La financiación internacional por tanto, señala el autor, motiva un desplazamiento de capitales desde países muy desarrollados económicamente, que tienen exceso de ahorro, hacia países menos desarrollados que no tiene recursos financieros disponibles para impulsar su industria, su agricultura e infraestructura en general.

Sin embargo, la mayor parte de las transacciones financieras se realizan entre países de igual desarrollo. Esa transferencia siempre implica riesgos para el acreedor, por eso los préstamos están sujetos a una eventual volatilidad en los tipos de cambio o al pago de determinadas tasas de interés, ya sea en el ámbito nacional o el internacional.

Definido el sistema financiero internacional podemos ver qué es lo que ha sucedido con éste en el siglo XX y sus consecuencias globales. Se ha observado que desde el estallido de la crisis financiera mexicana de 1995, la inestabilidad y fragilidad en los mercados financieros mundiales se manifiesta en crisis financieras y bancarias subsecuentes (Correa, Girón, Martínez, 1999).

Desde entonces la incertidumbre ha avanzado y las perspectivas de desaceleración económica mundial al finalizar el siglo justifican una evaluación

global de los resultados alcanzados en el curso de los ya más de 30 años de tipos flexibles y libertad de flujos de capital.

El desarrollo de los mercados financieros extraterritoriales en las principales monedas de reserva acaba con los acuerdos de Bretton Woods. El robustecimiento de los flujos internacionales de capital, y la magnitud de los desequilibrios en balanza de pagos que éstos ocasionaban, obligó a los países a abandonar los tipos de cambio fijos y a adoptar regímenes de paridad flexible. La inestabilidad resultante en los tipos de cambio y en las tasas de interés, junto con las innovaciones financieras (que abordaremos en el siguiente capítulo) concebidas para aminorar los riesgos de esta volatilidad, generaron un campo propicio para la especulación (Mantey y Levy, 2000), teniendo por tanto un impacto en el sistema financiero y monetario mundial internacional. En seguida revisaremos con mayor detalle el proceso anterior.

## **1.2 Los acuerdos de Bretton Woods**

### **1.2.1 Antecedentes**

En 1871 los países compartían un patrón de oro puro hasta el inicio de la primera guerra mundial en 1914. Las principales características del dicho patrón son las siguientes:

1. La moneda de cada país estaba definida en términos de una cantidad fija de oro.
2. Las autoridades monetarias de cada país estaban obligadas a comprar y vender oro en cantidades ilimitadas y al precio fijado, a fin de asegurar que los billetes que emitían estuvieran respaldados 100% en oro.
3. Había libre acuñación de oro metálico y libre fundición de monedas de oro.
4. El oro circulaba libremente dentro y fuera del país.

En este contexto los tipos de cambio se determinaban de acuerdo con el contenido relativo de oro de sus respectivas divisas y los países se comprometían a convertir sus divisas en oro al precio establecido. El buen funcionamiento del patrón oro puro se debió al auge del capitalismo en esos años y a la falta de

conflictos bélicos. Londres era el centro de sistema monetario mundial lo que generó que las transacciones internacionales se realizaran generalmente no en oro sino en letras de cambio giradas a cargo de Londres. El fenómeno anterior denota que la característica esencial del sistema monetario del siglo XIX y hasta 1914, fue la gradual sustitución de la moneda mercancía (oro y plata) por la moneda crédito (billetes de banco, depósitos bancarios, letras de cambio).

Al respecto, Alma Chapoy (2001) se pregunta cuál es la razón por la que el patrón oro se abandona. Concluye la autora que al estallar la primera guerra mundial, en 1914, Estados Unidos y el Reino Unido suspendieron la libre circulación de oro a través de las fronteras debido a los gastos bélicos que la guerra implicaba por lo que las reservas de oro llegaron a ser tan solo una proporción mínima de los billetes en circulación, esto generó un patrón de papel moneda inconvertible, ya concluida la guerra se replantea el patrón oro con el fin de “economizar” el oro en dos vertientes:

1. Patrón lingote oro. Se suspende la circulación libre de monedas de oro que se concentraron en los bancos centrales, limitando su venta a fines específicos
2. Patrón cambio oro. Los países que carecían de suficiente oro incluyeron en sus reservas la divisa del país con el que tenían la mayor parte de sus relaciones económicas y fijaron el tipo de cambio de la moneda nacional en términos de esa divisa.

Entre 1924 y 1929 los países parecían haberse recuperado, pero el “martes negro”, del 29 de octubre de 1929, irrumpió con una crisis por la quiebra del mercado de valores de Nueva York, conocida como la Gran Depresión. La crisis generó un círculo vicioso<sup>4</sup> debido a que bajó la demanda de los consumidores, lo que contrajo la producción, y muchos obreros fueron despedidos.

El desempleo contrajo aún más la demanda y la producción, lo que a su vez aumentó aún más el desempleo, elevándose el número de personas sin trabajo en 25% de la fuerza de trabajo norteamericana. Los impuestos establecidos para

---

<sup>4</sup> Al disponer de menos dinero se restringía la producción y el empleo, al reducirse éstos, había menos dinero que gastar.

ayudar a tanta gente sin trabajo mermaron los ingresos de los contribuyentes y con ello redujeron aún más el nivel de la demanda y de la producción. Por otra parte los bancos sufrieron retiros masivos de depósitos y empezaron a suspender pagos y a quebrar.

Los efectos de la crisis hicieron que se robusteciera el espíritu nacionalista y la rivalidad entre los países, por lo cual se establecieron restricciones al comercio exterior y a los movimientos de capital, es decir, surgen políticas proteccionistas. Además, entre 1929 y 1933 el comercio mundial descendió una tercera parte de su valor y dos tercios de su volumen y se desató una hiperinflación. El impacto de la Gran Depresión hizo que la mayoría de los países adoptaran patrones de papel moneda inconvertible, manejados por las autoridades monetarias de acuerdo con las políticas económicas de cada nación.

### **1.2.2 El sistema de Bretton Woods**

Durante la segunda guerra mundial el financiamiento de los gastos bélicos y de la reconstrucción posterior, hizo crecer excesivamente la circulación monetaria. Antes de que concluyera la guerra se hicieron planes para organizar al sistema monetario internacional con el objeto de poner fin a la inestabilidad monetaria, a las restricciones cambiarias, a los controles de los movimientos de capital y a las barreras que obstaculizaban el comercio internacional.

Así, en la Conferencia de Bretton Woods<sup>5</sup> se creó un sistema basado en tipos de cambio fijos que podían expresarse tanto en oro como en dólares estadounidenses, que pasaron a formar gran parte de las reservas monetarias de prácticamente todos los países. El dólar era convertible en oro en proporción de 35 dólares por onza troy de oro. Se crea así el Fondo Monetario Internacional como núcleo del sistema monetario mundial con el propósito de crear y controlar la liquidez internacional y el mantenimiento de un sistema de tipos de cambio estables pero ajustables.

Estados Unidos, por su parte, puso a disposición del mundo considerables cantidades de dólares. Una característica de la posguerra fue el persistente

---

<sup>5</sup> Celebrada del 1º al 22 de julio de 1944

superávit de la balanza de pagos estadounidense debido a las cuantiosas ventas de sus productos a Europa. La reconstrucción europea hacia imperativo comprar productos norteamericanos, pero se carecía de dólares para pagarlos, surgiendo así préstamos y donaciones de Estados Unidos quien prestó a los países europeos enormes cantidades de capital a manera de ayuda de emergencia.

Posteriormente se comprendió que para evitar la propagación del socialismo en Europa, debía hacerse algo más sistemático, por lo que en 1947 surge el Plan Marshall que benefició a 16 países, los cuales se comprometieron a establecer un sistema multilateral de comercio y pagos que incluyó eliminar los controles contra los bienes estadounidenses. Estados Unidos fue aprovechando su poder para satisfacer las necesidades de expansión de su economía. De esta forma el dólar se convirtió gradualmente en moneda internacional alcanzando la primacía que tuvo el oro hasta 1914 y la libra esterlina hasta 1939.

Los bancos centrales y particulares empezaron a acumular dólares en sus reservas monetarias internacionales lo que dio paso al establecimiento de bases para la existencia en la práctica de un patrón cambio dólar<sup>6</sup>, el oro siguió siendo un medio de pago de aceptación mundial pero el dólar se convirtió en la principal moneda de reserva. Sin embargo, la reconstrucción económica de los países europeos permitió que éstos fueran aumentando sus propias reservas monetarias internacionales (oro y dólares) mientras que la balanza de pagos de Estados Unidos se fue tornando deficitaria<sup>7</sup>.

Se empiezan a cuestionar las condiciones de que el dólar estadounidense tuviera la capacidad para que en todo momento pudiera convertir en oro sus obligaciones en el exterior. En 1968 las reservas de oro de Estados Unidos cubrían apenas poco más de la tercera parte de sus obligaciones en el exterior por lo que se pensó en la posibilidad de que el precio del oro se incrementara, lo que a su vez aumentó la demanda de oro para fines no monetarios. Así pues, la producción de oro, reserva monetaria básica, iba a la zaga de las necesidades de liquidez y además se desviaba cada vez en mayor proporción a usos no monetarios.

---

<sup>6</sup> Se llegó a considerar al dólar “tan bueno como el oro”

<sup>7</sup> Los gastos bélicos utilizados en la guerra de Corea influyeron en el saldo de la balanza de pagos así como los registros negativos en sus transacciones internacionales.

La insuficiencia de oro determinó la mayor participación de dólares en las reservas internacionales, pero al menguar las reservas de oro de Estados Unidos la solidez del dólar experimentó gran deterioro. El patrón monetario cambio oro se había convertido en un patrón político oro en el que existían tácitos “acuerdos de caballeros” que implicaban abstenerse de convertir las divisas en oro para evitar el derrumbamiento del sistema (Chapoy, 2001). Sin embargo, desde los años sesenta ocurrieron canjes de dólares por oro en montos importantes y los bancos centrales mostraban menos disposición a acumular dólares, por lo que Estados Unidos tuvo que liquidar con oro parte considerable de su déficit anual.

Ante esta situación, en un intento por contener la disminución de las reservas de oro, en marzo de 1968 se estableció un doble mercado para el oro. El oro alcanzó un alto precio que hacia cada vez más absurdo el precio de 35 dólares por onza troy fijado en 1934. De 1965 a 1967, el presidente Johnson formuló un programa de restricción voluntaria de las inversiones extranjeras directas estadounidenses y a partir de 1968 se hizo obligatoria esta restricción. Tantos controles tuvieron poco impacto ya que la inversión estadounidense en el exterior se financiaba en muy pequeña medida con capital de este país, lo único que hicieron las empresas transnacionales estadounidenses fue recurrir en mayor medida a los préstamos del exterior.

El sistema monetario internacional creado en Bretton Woods dependía de factores inestables, fuera de control y sin ninguna relación con las necesidades de liquidez, como:

- La convertibilidad del dólar en oro
- El déficit de pagos estadounidenses
- La decisión de los países de no convertir sus dólares en oro
- Las variaciones en la cantidad de oro monetario, que dependía de su producción y de su demanda privada

La política aplicada por Lindón B. Johnson entre 1965-1968 agravó la situación debido al incremento en el gasto público por los desembolsos para financiar la guerra con Vietnam y por la expansión de los programas de educación

pública y desarrollo urbano que formaban parte de los planes presidenciales de la “gran sociedad”.

Aunado a esto, Johnson no realizó los aumentos de impuestos necesarios para compensar el incremento en el gasto público por ser 1966 un año electoral, lo que impulsó la inflación en escala mundial. La no reducción de la oferta monetaria en Estados Unidos, de hecho, la oferta en expansión de dólares inconvertibles en oro, provocó una gran inflación mundial<sup>8</sup>.

Posteriormente se crea un nuevo medio de pago internacional, los Derechos Especiales de Giro (DEG), con esto se tuvo la esperanza de que las reservas monetarias aumentaran en la medida necesaria, sin que Estados Unidos tuviera déficit de pagos, y de que ese país mantuviera la convertibilidad del dólar sin disminuir sus tenencias de oro. No obstante, a finales de la década de los sesenta, era ya evidente que el sistema capitalista estaba en los albores de una aguda crisis económica acompañada de un proceso inflacionario.

El 15 de agosto de 1971 el presidente Nixon anunció un programa de acción gubernamental: la “nueva política económica”. La nueva política incluyó el establecimiento de una sobretasa a los impuestos sobre cierto tipo de importaciones, con el propósito de que Japón y Europa revaluaran sus divisas, dando así una ventaja competitiva a los productos estadounidenses.

Paralelamente, el gobierno de Estados Unidos decidió suspender la convertibilidad del dólar en oro, para quitar a los especuladores el incentivo de convertir sus dólares en su equivalente de oro. Con esto el gobierno estadounidense suspendió de manera unilateral el sistema monetario internacional surgido en Bretton Woods en 1944, basado en paridades fijas acordadas con el Fondo Monetario Internacional y en la convertibilidad en oro de las tenencias oficiales de dólares, dejando al mundo inundado de dólares sin respaldo en oro, lo que desencadenó la inflación internacional.

---

<sup>8</sup> En 1965-1966 se elevaron las tasas de interés, lo cual redujo la actividad económica en Estados Unidos, el Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos bajó las tasas de interés en 1967 y 1968, pero entonces aumentó la inflación (Chapoy, 2001)

En el llamado Acuerdo Smithsoniano (diciembre 1971) se reconoció oficialmente la devaluación del dólar (8.75%) y se revaluaron las divisas de los restantes países del G-10 (Estados Unidos, Canadá, República Federal Alemana, Japón, Reino Unido, Francia, Italia, Países Bajos, Bélgica, Suecia) con lo cual se establecieron nuevos tipos de cambio fijo para las diez monedas más importantes del mundo capitalista (Chapoy, 2001). En el acuerdo de Bretton Woods se permitía una fluctuación de 1% (hacia arriba o hacia abajo) en el Smithsoniano ese margen se amplió a 2.25%.

En síntesis, el propósito fundamental de los acuerdos de Bretton Woods era desalentar los flujos especulativos de capital, pues se consideraba que éstos habían desestabilizado el sistema de patrón oro tras la primera guerra mundial, y eran incompatibles con un sistema de tipos de cambio fijo y estable (Puyana, 2002). Afirma Puyana (2002) que la liberalización de los flujos internacionales de capital, particularmente los especulativos de corto plazo, no era uno de los objetivos del acuerdo de 1944 que establecieron el FMI y el BM, sin embargo, a su capacidad de generar liquidez no se le proporcionó las cantidades suficientes y ese papel lo asumió la Reserva Federal de Estados Unidos –el Plan Marshall fue un claro ejemplo de ello.

En el siguiente apartado se observará la actual estructura financiera internacional, precedida por el abandono en 1971 del sistema Bretton Woods, en el cual el dólar reemplazó al oro, y donde su valor dependió de las reservas de oro acumuladas. El dólar, por tanto, se constituyó en la fuente de liquidez internacional y su oferta en el nivel internacional quedaba determinada por la posición de la balanza de pagos estadounidense (a esto se le conoce como la paradoja de Triffin).

### **1.3 Estructura financiera internacional actual**

Con el desplazamiento de los acuerdos de Bretton Woods se adopta un sistema basado en los tipos de cambio fluctuantes y la libre movilidad de las corrientes de capital, sistema que se ha bautizado, por Gowan en 1999, como el régimen dólar-

Wall Street (Puyana, 2002). En los siguientes apartados se abordará el cambio que se ha dado en los tipos de cambio y en los flujos de capital internacionales.

### **1.3.1 Los tipos de cambio flotantes**

En 1972 se da fin al área esterlina pues de más de 60 países ligados a dicha moneda sólo quedaron en ese sistema una docena (Chapoy, 2001). Inglaterra declina como potencia económica y el 16 de marzo de 1973 las catorce naciones no socialistas más ricas del mundo llegaron a una serie de acuerdos tendientes a evitar nuevas crisis monetarias<sup>9</sup>. Dichas naciones se basaron en el mutuo apoyo y en la flotación de sus divisas, lo que significó que las autoridades monetarias de los países mencionados decidieron dejar de defender el valor en dólares de sus monedas dentro de los márgenes fijos (Chapoy, 2001).

Por tanto, el precio oficial del oro pasó de 38 a 42.22 dólares. Aunque se esperaba que la flotación fuera temporal, posteriormente fue oficializada. El fenómeno se propagó a otros países, tratando de recuperar su equilibrio interno los países se vieron obligados a abandonar el sistema de tipos de cambio fijos y permitir la flotación de sus monedas. Finalmente fueron ilusorias las ideas de que los tipos de cambio flotantes provocarían ajustes automáticos de la balanza de pagos, de que los países ya no se verían afectados por los disturbios monetarios en el exterior y de que terminaría la inestabilidad cambiaria.

En 1976 se reformo el sistema monetario internacional y se legalizan los tipos de cambio flotantes en una serie de países. El Convenio Constitutivo del Fondo Monetario Internacional se enmienda con el objetivo de relacionar la estabilidad de los tipos de cambio con la estabilidad de variables económicas y financieras. Las nuevas circunstancias que empiezan a delinearse en la década de 1970 crean un ambiente propicio para la especulación e intensifica los disturbios en las relaciones monetarias internacionales caracterizadas por la inestabilidad de

---

<sup>9</sup> De los catorce países, nueve eran de la Comunidad Económica Europea, estaban también Japón, Canadá, Suecia, Suiza y Estados Unidos.

las principales divisas, fluctuaciones en las tasas de interés, movimientos de capital internacional y problemas de fuga de capitales y de deuda externa<sup>10</sup>.

Al respecto, Eugenia Correa (1992) señala que la crisis, que empezó a gestarse a partir de los setenta, ha significado una desarticulación de las formas de reparto del excedente económico, mientras los aparatos financieros locales se van abriendo a otras estructuras de valorización del capital que también la crisis mantiene en reconfiguración.

En otra parte, Correa (1998) menciona que la devaluación de la libra esterlina en 1967 -seguida del doble mercado del oro, de la devaluación del franco y de la revaluación del marco, hasta la supresión de la convertibilidad del dólar y, con todo ello, la ruptura del orden monetario de Bretton Woods en agosto de 1971- marcan el inicio de la crisis con una crisis monetaria internacional. De esto se desprende que la inestabilidad monetaria y financiera ha sido uno de los componentes de la crisis, y la acompañan en toda su trayectoria con crisis financieras recurrentes, caracterizadas por el aumento de los flujos de capital debido a la liberalización y desregulación que se gestó con el fin del periodo de Bretton Woods.

Después de la ruptura de Bretton Woods, como ya señalamos, el devenir de los mercados financieros internacionales está caracterizado por la desregulación y la innovación financiera, la incorporación de nuevas tecnologías, la renovada presencia de intermediarios financieros no bancarios y una competencia irrestricta. Sin embargo, la liberalización financiera no condujo hacia una nueva etapa de crecimiento de la inversión y del empleo en las mayores economías; por el contrario, las estructuras financieras se enfrentaron con una fragilidad que se manifiesta en crisis bancarias y financieras recurrentes (Correa, 1998).

En el siguiente apartado señalaremos las tendencias que los flujos internacionales siguieron después de Bretton Woods haciendo hincapié en la nueva

---

<sup>10</sup> El contexto se refiere al fin de la convertibilidad del dólar en oro (1971); la crisis del petróleo (1973 y 1979); a la inflación; a las recesiones internacionales (1975, 1979-1983, 1991-1993); mayor peso de las grandes corporaciones financieras internacionales; desequilibrios de las balanzas en cuenta corriente de países industrializados; nuevas formas de integración de la Unión Europea; la deuda externa de países en vías de desarrollo; aumento de la tasa de interés norteamericana; cambio de posición de Estados Unidos de país acreedor neto a deudor neto a partir de los ochenta y la caída del socialismo en Europa.

configuración del sistema financiero y monetario internacional con el fin de argumentar el cómo fue que la esfera real de la economía se separó de la esfera financiera.

### **1.3.2 Flujos internacionales de capital**

Hasta aquí podemos deducir, de una forma somera, que la globalización financiera provoca un aumento del riesgo<sup>11</sup> de que se desencadene una crisis financiera, ya que esta aumenta la incertidumbre en los mercados financieros internacionales, principalmente en economías emergentes por los flujos de capital que ingresan a dichos países. En este sentido, Manuel Guitián (1999) nos dice que lo único cierto es que los mercados seguirán siendo volátiles, que persistirán los ciclos económicos, que no se logrará controlar completamente el riesgo y que seguirán produciéndose crisis.

Sobre el tema, Jaime Puyana (2002) nos dice que a partir de 1973, los principales países industrializados procedieron paulatinamente a abolir todas las restricciones a los movimientos internacionales de capital, es decir, a desregular la cuenta de capitales de la balanza de pagos. El resultado, continúa el autor, fue un crecimiento exponencial del volumen de flujos internacionales de capital.

Lo más que podemos hacer al respecto es frenar la inestabilidad de los mercados, limitar las oscilaciones cíclicas y mejorar las técnicas de control del riesgo (Guitián, 1999). Una de las primeras cuestiones es determinar las medidas que pueden adoptar los países para hacer frente a la volatilidad de los flujos de capital. La cuestión esencial es cómo pueden contribuir en este sentido las políticas monetarias y cambiarias de ámbito nacional, así como la gestión fiscal y los controles de cambios. Se trata de un aspecto crucial porque afecta a la medida en que cada uno de esos instrumentos de política específicos de cada país puede contrarrestar el impacto de los flujos de capital.

En relación a lo anterior se sostiene que las únicas variables, cuya existencia se ha podido confirmar empíricamente, que pueden provocar crisis son la

---

<sup>11</sup> El cual puede ser de diversos tipos, destacando el riesgo de crédito, que hoy en día ha sido uno de los más presentes en la economía financiera, tal es el caso de empresas como JP Morgan, Citigroup, Ford, Parmalat, General Motors, etc, las cuales utilizan los derivados de crédito para poder cubrirse de este tipo de riesgo.

globalización financiera, entendida como el aumento de los flujos transnacionales de capital y de la liquidez internacional, y el uso de productos financieros derivados (Olivie, 2002). Los únicos vínculos demostrados son la relación entre el aumento de los flujos y el aumento de la liquidez a escala mundial, por una parte, y el impacto del uso de derivados en la liquidez internacional, por otra.

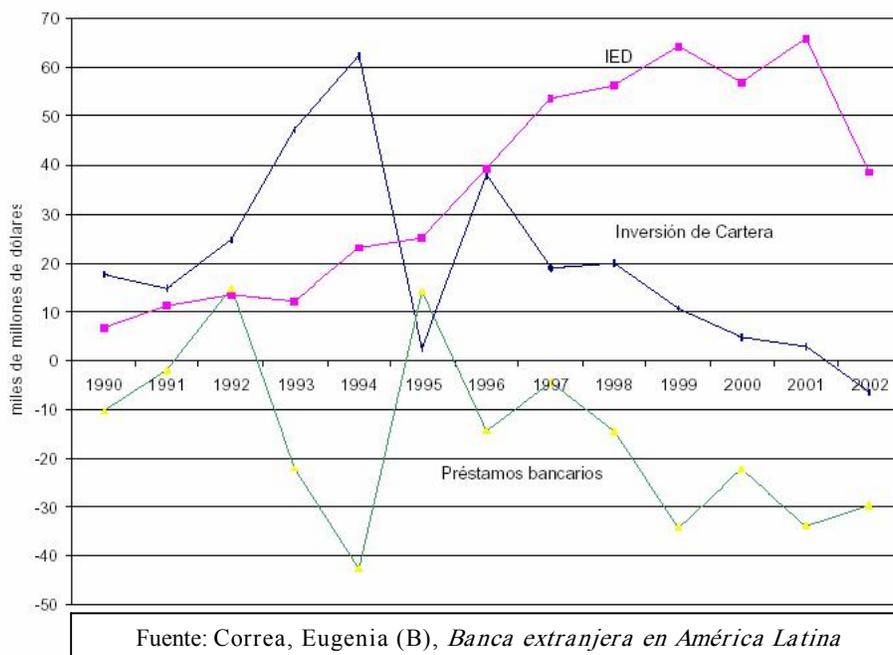
Si consideramos al proceso de globalización financiera como el aumento de los flujos de capital a escala internacional y, en particular, de la liquidez internacional como una causa de inestabilidad financiera que pueden desencadenar una crisis, entonces, existe cierto consenso con respecto al fuerte crecimiento que la faceta financiera de la globalización económica actual ha experimentado en las últimas tres décadas.

Arturo Guillén (1999) señala al respecto que en la esfera financiera la globalización ha avanzado más que en otros campos. Los flujos financieros internacionales no están gobernados por los estados nacionales, sino, por el contrario, son los operadores de esos recursos financieros (fondos de pensión, fondos colectivos de inversión, compañías de seguros) quienes determinan el curso de las políticas económicas de los gobiernos y quienes califican, con sus acciones en los mercados, las bondades de esas políticas, en función de sus intereses particulares.

En el mismo sentido, señala Martínez González-Tablas (2000), los principales elementos que se globalizan, en el terreno financiero, son los siguientes: las divisas, los capitales y los derivados (mientras que otros instrumentos financieros, como las acciones, conservan un componente fundamentalmente local). Así, estos nuevos flujos financieros proceden del nuevo interés de los inversionistas institucionales que canalizaron fondos hacia algunos países de la región aprovechando la atractiva rentabilidad de títulos gubernamentales, la incorporación al mercado de valores de empresas locales y el interés de los intermediarios financieros domésticos (asociándose con bancos de inversión y corredurías para poder participar en los lucrativos negocios de bursatilización, emisión y colocación de bonos, así como arbitraje de tasas de interés, mejor conocido como carry trade).

En la gráfica 1 se observa la tendencia de los flujos de capital privado en América Latina de 1990 a 2002. En el cuadro 1 se observa la evolución del mercado de derivados en la primera mitad de la década de 1990.

Gráfica 1. América Latina: Flujos de Capital Privado Neto



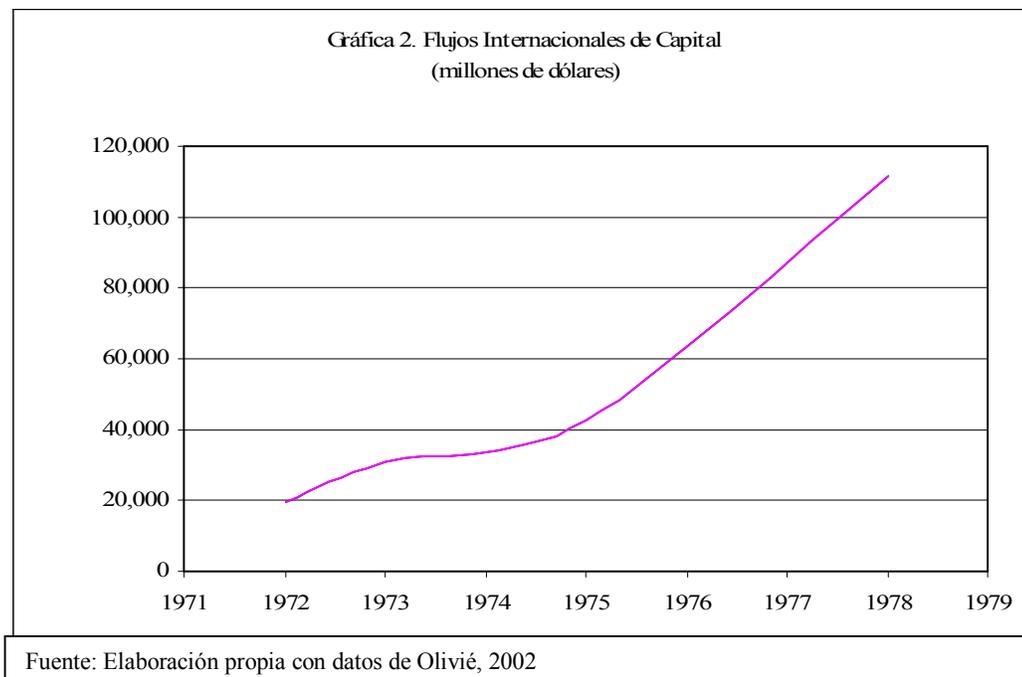
Instrumentos	Principal subyacente acumulado					
	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Futuros de tasas de interés	92.8	99.6	141.0	175.0	273.3	258.9
Corto plazo	67.6	75.2	113.3	137.2	223.2	212.2
Largo plazo	25.2	24.3	27.7	38.7	50.1	46.6
Opciones de tasas de interés	15.2	17.3	25.2	32.5	47	43
Futuros y opciones de divisas	3.9	5.2	3.7	4.0	4.7	4.2
Futuros y opciones de índice bursátil	11.4	12.2	11.7	13.6	17.5	21.5
<b>Total</b>	<b>123.4</b>	<b>135.2</b>	<b>181.9</b>	<b>225.1</b>	<b>342.5</b>	<b>327.6</b>
Del cual en Estados Unidos	65.7	70.8	102.1	113.1	176.1	162.2
Europa	21.4	26.7	42.8	59.7	85.7	86.6
Asia	36.2	37.7	36.9	52.0	78.3	74.5

Fuente: Banco Internacional de Pagos, Informe Anual, varios años, tomado de Correa, 1998.

Ahora bien, si nos vamos más atrás y se hace una separación por periodos - décadas- podemos encontrar características diversas que evidencian la evolución de los flujos internacionales. Arturo Huerta, sintetiza muy bien dichas tendencias

al afirmar que “En los años sesenta fue la inversión extranjera directa [el sustituto del ahorro interno]; en los setenta fue la deuda externa; en los ochenta no hubo entrada de capitales”y en los noventa fue la entrada de inversión de cartera lo que ha financiado la baja inflación, los desequilibrios productivos y macroeconómicos y el crecimiento económico (Huerta, 1998).

Ahora bien, en un análisis más detallado se observa que en los setenta se produjo un fuerte aumento de los flujos internacionales de capital, esto es, entre los años 1972 y 1973 –los mercados de capital pasaron de 19,900 millones de dólares en 1972 a 30,900 millones el año siguiente– y posteriormente, entre 1975 y 1978 –de 42,600 millones de dólares en 1975 a 111,400 millones en 1978. Dichos mercados estaban compuestos fundamentalmente de deuda, las acciones no tenían la importancia que registrarían en décadas posteriores. La deuda internacional se concedía mediante dos tipos de instrumentos, fundamentalmente: los préstamos bancarios y las obligaciones. En la gráfica 2 se observa la tendencia de los flujos de capital en los años mencionados.



Si bien al principio de la década de los setenta predominaban las obligaciones como instrumento de financiación internacional (11,200 millones de dólares en obligaciones frente a 8,700 de préstamos en 1972), la importancia relativa de cada tipo de instrumento se fue trastocando a lo largo del decenio. Los préstamos bancarios cobraron mayor importancia en los años 1973 y 1974 y, posteriormente, a partir del año 1977, hasta formar dos terceras partes de los mercados internacionales de capital en 1980 (81,000 millones de dólares en préstamos frente a 39,800 millones de dólares en obligaciones en 1980).

Por lo que respecta a la distribución geográfica de los flujos transnacionales de capital en la década de los setenta, se observa una fuerte concentración en los países ricos. En 1972, los países miembros de la OCDE (Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos) recibían más del 60% de la financiación internacional total. Concentración que fue en aumento: en 1975, la OCDE acaparaba el 75% de los flujos transnacionales de capital. No obstante, en la segunda mitad de la década, parte de los flujos se desviaron hacia otras zonas del planeta. Así, en 1979, la OCDE recibía 51% de los capitales mientras el peso relativo de los países pobres en los mercados internacionales iba en aumento. En 1979, los países no desarrollados recibieron 32% de los flujos de capital internacional, aumentando su peso relativo desde 16% al principio de la década<sup>12</sup>.

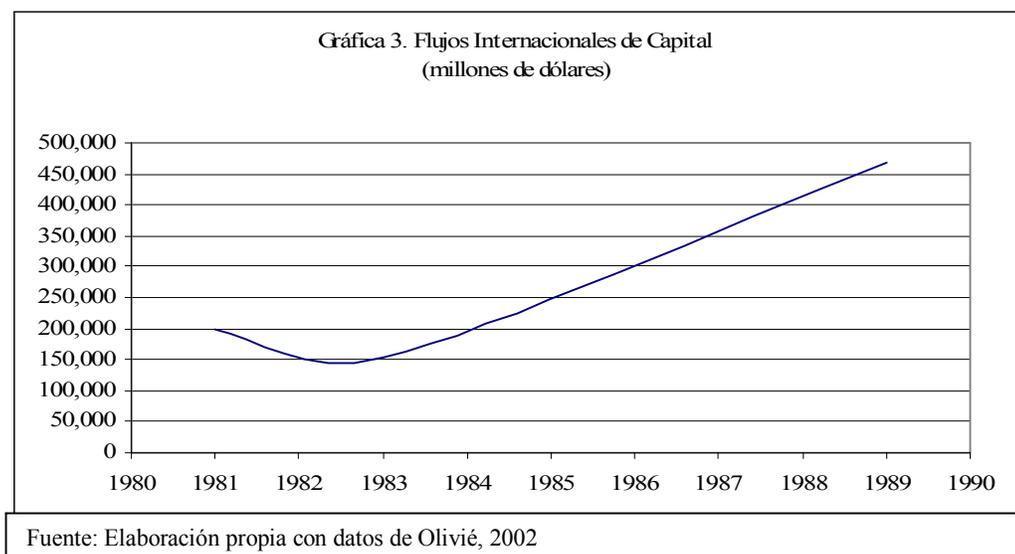
Para la década de los ochenta, los flujos internacionales de capital siguieron aumentando. A pesar de esto, los mercados financieros de principios de la década estuvieron marcados por la crisis de la deuda de 1982. Los flujos de capital, que se habían situado en más de 200,000 millones de dólares en 1981, descendieron hasta algo más de 153,000 millones en 1983. En 1984, la actividad de los mercados empezó a recuperarse y los flujos de capital internacional ascendieron hasta 466,500 millones de dólares en 1989 (Olivie, 2002). En los ochenta se produjeron una serie de cambios con respecto a los setenta, tanto en lo que se refiere a los

---

<sup>12</sup> Las causas de éste incremento en los flujos de capital hacia dichos países se analizará con mayor detalle en el tercer capítulo de este trabajo al plantear las crisis recurrentes en las economías emergentes.

instrumentos financieros predominantes en los mercados mundiales de capital como en lo que respecta a la distribución geográfica de los flujos internacionales<sup>13</sup>.

En la gráfica 3 se ilustra la tendencia de los flujos de capital en los años ochenta.



En cuanto a los instrumentos financieros, se consolidaron algunos instrumentos en la escena internacional. El mercado dejó de estar dominado por los préstamos y las obligaciones internacionales y empezaron a realizarse operaciones con acciones, otros títulos con garantía y otras emisiones sin garantía. Así, los préstamos fueron perdiendo su situación predominante frente a los demás tipos de instrumentos. En 1980, más del 70% de los flujos de capital transnacional se realizaba en forma de préstamos y en 1989, dicha participación había descendido hasta el 25,9%. Las obligaciones, por su parte, cobraron cada vez mayor importancia a lo largo de la década, concentrando cerca del 33% de los mercados en 1980 y casi el 55% de dichos mercados en 1989 (Olivíé, 2002).

Si bien las acciones aparecieron como una nueva forma de transacción financiera internacional en 1984, su importancia en el mercado fue modesta durante el resto del decenio de los ochenta: su cuota de mercado era de tan sólo el 1,7% en 1989. Asimismo aparecieron otros títulos con garantía y otras emisiones

<sup>13</sup> En el siguiente capítulo, en el apartado de “Innovación Financiera” se hablará de estos nuevos instrumentos.

sin garantía (eurobilletes de tesorería, euronotas a medio plazo). Si bien los títulos no garantizados habían perdido, a finales de la década, la popularidad de la que habían gozado a mediados de ésta (cuotas de mercado de 14,3% y de 1,8% en 1985 y 1989, respectivamente), las emisiones sin garantía abarcaron una parte importante de los mercados financieros internacionales (15,7% en 1989) (Olivié, 2002).

En definitiva, puede decirse que uno de los cambios más importantes que sufrieron los mercados financieros internacionales en la década de los ochenta con respecto a la de los setenta fue el aumento de la liquidez internacional. Los títulos menos líquidos o volátiles como son los préstamos a largo plazo fueron perdiendo importancia en la escena internacional mientras la ganaban otros instrumentos más líquidos como son las obligaciones y otras emisiones titularizadas, además de las acciones.

La tendencia con respecto a la distribución geográfica de los flujos de capital se invirtió con relación a lo que se había observado a finales de los setenta. Esto es, los países pobres perdieron la participación en los mercados internacionales que habían ganado en la segunda mitad de los setenta. Sin duda alguna, este fenómeno fue consecuencia de la crisis de la deuda de principios de los ochenta que redujo sustancialmente el acceso a la financiación externa de dichos países. Los crecientes flujos de capital volvieron, pues, a concentrarse, en mayor medida de lo que lo hacían a principios de los setenta, en unos pocos países ricos.

Así, la OCDE, que recibía menos del 62% de los flujos de capital en 1980, importaba, en 1989, más del 91% del capital internacional. La reducción de la participación de los países no desarrollados y de las economías de Europa del Este en dichos mercados fue drástica: en el caso de los países no desarrollados, la cuota de mercado se redujo de algo más del 30% en 1980 al 4.7% en 1989. Por su parte, los países de Europa del Este pasaron de recibir algo más del 5% de los flujos internacionales de capital en 1980 a captar tan sólo el 1% de éstos en 1989 (Olivié, 20002).

Ya en la década de los noventa y hasta poco antes de que estallaran las crisis asiáticas de 1997, los flujos internacionales de capital siguieron creciendo hasta alcanzar más de 1.5 billones de dólares en 1996 (en la gráfica 1 se observa la tendencia). Sin embargo, al ver estos flujos internacionales a lo largo de tres décadas, podemos recordar, y ya lo hemos mencionado, que el proceso actual de globalización económica no es un proceso nuevo. De hecho, la internacionalización de la economía es, en sentido estricto, un fruto del capitalismo y un elemento inherente a su dinámica que nació con la revolución industrial de fines del siglo XVII al crearse el mercado mundial (Guillén, 1999).

Para reforzar esta idea, en términos del comercio exterior, la economía contemporánea no está hoy más internacionalizada que al comienzo del siglo XX, en el cuadro 2 se observa esta tendencia.

Cuadro 2. Grado de Apertura de las Economías (Exportaciones e importaciones de mercancías como porcentaje del PIB)			
País	1913	1973	1994
Francia	35.4	29.0	33.1
Alemania	35.1	35.2	29.0
Japón	31.4	18.3	11.7
Holanda	103.6	70.2	78.6
Reino Unido	44.7	39.3	38.8
Estados Unidos	11.2	10.5	13.8

Fuente: Paul Hirst y Grahame Thompson, *Globalisation in question*, Londres, Polito Press, 1996 y Gérard Lafay, *Comprendre la mondialisation*, París, 1997. Tomado de Guillén, Arturo (1999, pp. 55), op. cit.

Además, algunos autores cuestionan la magnitud del actual proceso de globalización económica (Glyn y Sutcliffe, 1999). Lo cierto es que la globalización económica contemporánea puede dividirse en tres facetas: comercial, productiva y financiera. Sin embargo, se puede observar que dos de estas facetas, la comercial y la productiva, no parecen tener un gran alcance y pueden ser complementarias de las tendencias analizadas en páginas anteriores respecto a los flujos de capital<sup>14</sup>.

<sup>14</sup> Por lo que respecta a la globalización comercial, existen indicadores, como el del cociente entre las exportaciones de bienes y servicios y el producto bruto mundial que parecen indicar un fuerte aumento del comercio internacional en los últimos años. Dicho cociente pasó del 19% en 1990 al 29% en 2000 (OMC, 2001). No obstante, Glyn y Sutcliffe (1999) alertan sobre las deficiencias de este indicador, señalando que exagera la profundidad de la internacionalización del comercio. Dicha exageración se da, por una parte, porque el cálculo del cociente se hace a precios constantes y los precios corrientes de las exportaciones crecen más despacio que los del PIB y, por otra parte, porque las exportaciones suelen tener un componente de importaciones que dicho cociente no permite aislar.

Para visualizar los puntos anteriores con respecto al alcance de la globalización, en las tres facetas señaladas, se observa que de 1980 a 1993 el PIB nominal de los países de la OCDE se multiplicó 2.5 veces, mientras que el valor del comercio internacional lo hizo 3.4 veces, el de los activos financieros 7.7 veces y las transacciones en los mercados de cambios, 15 veces (Guillén, 1999). En el mismo sentido se ha estimado<sup>15</sup> que las transacciones diarias en los principales mercados de divisas ascienden a 1.5 billones de dólares por día, 50 veces más que los flujos reales de mercancías y desconectados en su mayoría, afirma Guillén (1999), de las operaciones comerciales y de inversión.

La tendencia general de los préstamos internacionales siguió siendo a la baja, de modo que suponían tan sólo 22% del mercado en 1996. Después de haber aumentado su peso relativo hasta 1994, las obligaciones también disminuyeron, representando el 45% de los instrumentos de los mercados de capitales en 1996. La disminución de los préstamos y las obligaciones, así como de otros títulos con garantía, fue compensada por la mayor emisión de títulos sin garantía que representaban el 15.2% de los instrumentos en 1990 y casi el 30% en 1996. En este sentido, nos señala Alejandro López-Mejía (1999), que en los años noventa, los flujos consistieron, sobre todo, en bonos, inversión extranjera directa, e inversión de cartera, y el sector privado fue el principal receptor de crédito externo.

Así, en la década de los noventa se registró un notable incremento de los flujos netos de capital hacia los países en desarrollo. En 1996, los flujos netos de capital privado alcanzaron un nivel de 190,000 millones de dólares, monto casi cuatro veces mayor al registrado en 1990. En 1990–97, la afluencia neta anual de capital privado también superó los niveles registrados antes de la crisis de la deuda de 1982 y fue más concentrada. Cinco países recibieron más del 50% de esta

---

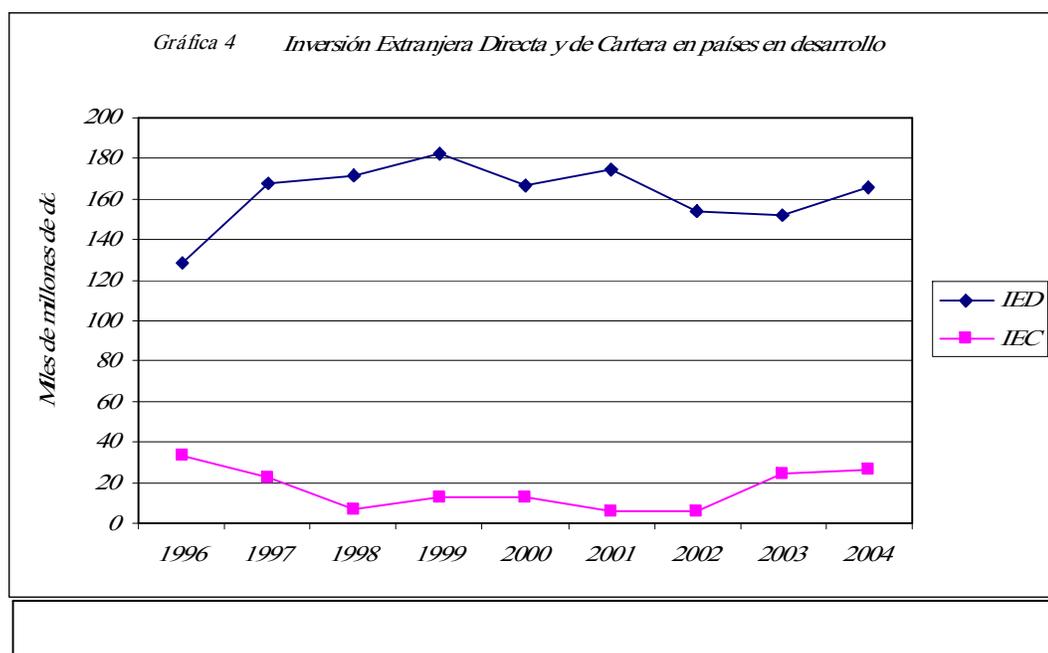
Por lo que respecta a la globalización productiva, los flujos anuales y el *stock* de inversión extranjera directa parecen indicar una fuerte internacionalización productiva en los últimos años. Dichos flujos pasaron de 245,000 millones de dólares en 1990 a 1,217 billones en 2000, representando el 5,2% de la formación bruta de capital mundial en 1990 y el 19,6% de la misma en 2000. El *stock* acumulado de inversión directa en el extranjero pasó de 1,716 billones de dólares en 1990 (7,9% del PIB mundial) a 5,976 billones de dólares en 1999 (19,7% del PIB mundial) (UNCTAD, 2001). No obstante, a pesar del fuerte incremento de los flujos y los *stocks* acumulados de inversión extranjera directa, gran parte de la inversión mundial sigue realizándose con capital local. Según Glyn y Sutcliffe (1999), a mediados de los noventa no más del 5% de la inversión mundial se financiaba con capital extranjero.

<sup>15</sup> “Risky Trading in Currencies”, en *Business Week*, 12 de enero de 1998, p. 12.

afluencia y 12 países recibieron un 75%. La mayor parte se concentró en Asia y América Latina. En consecuencia, de los 166 países en desarrollo, 140 recibieron —colectivamente— menos del 5% de la afluencia de capital (López-Mejía, 1999). En otras palabras, la tendencia hacía una mayor liquidez en los mercados financieros internacionales que ya se perfilaba en los ochenta se consolidó en la primera mitad de la década de los noventa. En el cuadro 3 y la gráfica 4 se observa la tendencia de la inversión extranjera directa y de cartera a los países en desarrollo, que contrario a los desarrollados, presentan un flujo de inversiones menos estable.

Cuadro 3. Inversión Extranjera Directa y de Cartera (miles de millones de dólares)		
En países en desarrollo		
	IED	IEC
1996	128.6	32.9
1997	168.1	22.6
1998	171.5	6.6
1999	182.4	12.7
2000	166.2	12.4
2001	174.8	6
2002	154	5.8
2003	151.8	24.8
2004	165.8	26.8

Fuente: World Bank Statistical Appendix 2004



Ya se señaló que a pesar de la fuerte concentración de los movimientos de capital entre los países más ricos, se observa, en la primer mitad de los noventa, un cierto desvío de fondos hacia los países menos desarrollados –del mismo modo que ocurría en la segunda mitad de los setenta–. En otras palabras, parece que, con el inicio de la nueva década empiezan a diluirse los efectos de la crisis de la deuda de los ochenta y los países pobres vuelven a tener cierto acceso a la financiación internacional. No obstante, la posición de los países no desarrollados en los mercados financieros internacionales dista mucho de ser la que ostentaba dicho grupo de países a finales de los setenta. Los países miembros de la OCDE, que recibían el 91.4% de los capitales en 1989, absorbían el 86.2% de la financiación internacional en 1996. Por su parte, los países no desarrollados que percibían solamente el 4.7% de dicha financiación en 1989, alcanzaron una cuota de 10.5% en 1996.

Por último, se observa como en la segunda mitad de la década de los noventa, varios países registraron crisis financieras en un contexto de crecientes flujos internacionales de capital, y surgieron dudas sobre la capacidad de estos flujos para estimular el crecimiento económico a largo plazo en las economías en desarrollo pudiéndose concluir que la inestabilidad de los flujos de capital inhibe el crecimiento (Mishra, Mody y Panini, 2001). En el siguiente apartado se observa como estas tendencias en los flujos de capital han hecho que se reconsidere la actual arquitectura financiera y se revisan algunas propuestas para la construcción de la nueva arquitectura financiera internacional.

#### **1.4 Nueva Arquitectura Financiera Internacional**

Sabemos que la globalización se manifiesta de distintas formas o vertientes. Una de las vertientes de la globalización financiera es política, a través de la cual se generan presiones para que los países se inserten en el proceso de globalización mediante la apertura de su cuenta de capitales o incluso poniendo en marcha una reforma estructural de mayor envergadura. En su otra vertiente, que es económica, la globalización se manifiesta en un fuerte aumento de los flujos de capital a escala

internacional y, sobre todo, de la liquidez internacional, que analizamos en el apartado anterior.

Ahora bien, aunque la solución a las presiones políticas escapa a un análisis estrictamente económico, sí puede buscarse una solución a las distorsiones económicas. Esta solución puede encontrarse en la creación de una nueva arquitectura financiera internacional que permita contener el fuerte aumento y el movimiento descontrolado de la liquidez internacional.

Sabemos también que el primer paso de la globalización financiera hacia el desencadenamiento de una crisis financiera es el aumento de los flujos de capital a escala internacional y, en concreto, el aumento de la liquidez internacional (Olivié, 2002). Asimismo, la liquidez internacional desempeña un papel crucial en el cambio de expectativas que da lugar al estallido de una crisis financiera. Sin el volumen actual de liquidez internacional, los cambios de expectativas no podrían generar ataques especulativos y crisis financieras de la magnitud de los que generan.

En la primera parte de esta investigación detallamos como en la conferencia de Bretton Woods, celebrada en 1944, se sentaron las bases del sistema monetario y financiero de posguerra<sup>16</sup>. Sin embargo, el interés en la reforma del sistema monetario y financiero internacional ha surgido nuevamente dada la sucesión de crisis, que comenzó con la crisis del mecanismo de tipos de cambio europeo en 1992–93 y continuó con la crisis “tequila” de 1995 y, menos de dos años después, las crisis de Asia, de Rusia, de los fondos de cobertura del capital a largo plazo y de la economía brasileña (Swoboda, 1999).

---

<sup>16</sup> Aclaremos que la arquitectura financiera internacional se define por los organismos internacionales que configuran las relaciones económicas internacionales. En otras palabras, la arquitectura financiera internacional actual es el sistema de Bretton Woods. Como es bien sabido, este sistema, creado al final de la segunda guerra mundial, se sostiene en tres organismos principales que son el FMI, el Banco Mundial y el GATT (hoy OMC). Cuando el sistema fue configurado y sus organismos correspondientes fueron creados, no existía el nivel de globalización económica (y en particular financiera) que existe hoy. El sistema de Bretton Woods ha sido, simplemente, sobrepasado por los acontecimientos y la globalización financiera. Es un proceso (y un problema) con el que estas instituciones no están capacitadas para lidiar; y, como señalan Agüera y García-Arias (2000), la arquitectura financiera mundial resulta anacrónica. La reforma de la arquitectura financiera intencional pasa, pues, necesariamente, por la reforma del sistema de Bretton Woods y de los organismos que lo componen.

A raíz de las crisis mencionadas se empezó a dedicar especial atención a los problemas que plantea la actual configuración de la arquitectura financiera internacional y a qué tipo de medidas podrían solventar dichos problemas. No obstante a que todo mundo esta de acuerdo a que los parámetros de Bretton Woods son inservibles y de que hay un acuerdo en la necesidad de modificar el sistema monetario y financiero internacional, la tarea no ha está totalmente consensuada (Muñoz, 1999).

A esta tarea se han dedicado varios economistas, grupos de gobiernos (G-7, el G-10 o el G-22), organismos internacionales (la ONU o el BPI) e, incluso, agentes privados (por ejemplo, George Soros). Sin embargo, no existe una definición común de lo que es y debería ser la nueva arquitectura internacional. Puede decirse que la disparidad de opiniones en lo que se refiere a cuáles son las principales reformas que deberían llevarse a cabo, se debe a dos factores: la diferencia de paradigmas económicos y la falta de una definición consensuada de lo que es dicha arquitectura y de sus objetivos.

El primero de los factores radica en cuanto a que los gobiernos, organismos y economistas más convencionales reclaman modificaciones leves en las que las leyes del mercado prevalezcan sobre las intervenciones públicas en los mercados financieros internacionales (G-7; Hills y Peterson, 1999) mientras que otras posturas más heterodoxas abogan por reformas profundas del actual orden económico mundial, reformas con las cuales los gobiernos y organismos públicos tendrían más poder para intervenir en las decisiones tomadas por los agentes financieros privados (Akyüz, 2000; UNCTAD, 2001a).

El segundo factor, la falta de una definición consensuada de dicha arquitectura y de sus objetivos (incluso dentro de un misma paradigma económico), hacen que las propuestas de reforma varíen en función de los objetivos que le asigna a dicha reforma el autor de la propuesta.

Según Stiglitz (1999), el objetivo prioritario de la reforma de la arquitectura financiera debería ser la contención del riesgo sistémico. Dicho riesgo deriva, como ya se ha señalado en diversas ocasiones, del fuerte movimiento internacional de flujos volátiles. Con este objetivo en mente, el autor propone las tres medidas

siguientes: 1) La eliminación de las distorsiones del mercado que promueven los flujos de capital a corto plazo; 2) El fortalecimiento de las instituciones financieras que participan en dichos flujos; 3) La intervención directa, por parte de las autoridades, con el fin de estabilizar los flujos de capital que no sean intermediados por el sector financiero.

En otro lado, en la Declaración de Vivero Alto (Buirra, Correa, Dillon, et al,1997), se señala que la desregulación y la innovación financiera, acompañadas de una acelerada incorporación tecnológica en los procesamientos de información y en las comunicaciones, han cambiado profundamente los mercados financieros del orbe, con una pérdida creciente de eficacia de las políticas financieras tradicionales y un debilitamiento de la acción del Estado en la actividad económica. Asimismo, dice la declaración, el paso de mercados financieros “reprimidos” a mercados financieros cada vez más desregulados no ha significado una mayor eficiencia en el financiamiento de la inversión, ni tampoco una tendencia al aumento del ahorro privado, mientras que las tasas de interés reales permanecen en altos niveles.

Se consideró en la Declaración de Vivero Alto la necesidad de generar un nuevo orden monetario que: 1) maneje la liquidez internacional para limitar las corrientes especulativas; 2) permita tipos de cambio estables pero flexibles para disminuir la especulación y facilite las corrientes de intercambio de bienes y servicios; 3) restablezca el propósito original del FMI como mecanismo de apoyo y ayuda; 4) constituya un comité para considerar las cargas de deuda externa con consideraciones sobre capacidades reales de pago y necesidades de desarrollo y; 5) revise la estructura de votación de los países miembros del FMI y del Banco Mundial.

En contraste a las propuestas anteriores, existen propuestas más ortodoxas que persiguen un mejor funcionamiento de los mercados sin que ello signifique un mayor control de éstos por parte de unas autoridades públicas. En definitiva, desde este punto de vista, se debería dejar más poder al mercado para que éste solucionara por sí mismo las crisis. En este tipo de propuestas podrían incluirse, por ejemplo, las recomendaciones de Hills y Peterson (1999).

Según ellos, la nueva arquitectura financiera internacional debería perseguir el fortalecimiento de la prevención y gestión de las crisis financieras, y con esta finalidad proponen siete medidas. En primer lugar, se debería forzar a las autoridades de las economías emergentes a adoptar políticas económicas más “convenientes”. Un instrumento para presionar en un sentido o en otros a dichas autoridades podría ser la condicionalidad de las ayudas otorgadas por el FMI en caso de crisis. También abogan, en segundo término, por la implantación de controles de capital siempre y cuando éstos no distorsionen la asignación de los recursos financieros. En tercer lugar, los autores sostienen que, en caso de crisis, los deudores privados deberían involucrarse más en la negociación de la deuda. En cuarto lugar, el régimen cambiario debería ser flexible y no fijo. En quinto y sexto lugar, se deberían reducir las ayudas otorgadas por el FMI y reasignar, tanto al FMI como al Banco Mundial, las funciones que les fueron otorgadas en el momento de su creación. En séptimo y último lugar, se deberían coordinar las reformas financieras llevadas a cabo por distintos países.

De las posturas anteriores se puede deducir que la nueva arquitectura financiera internacional incluye cualquier tipo de medida destinada a prevenir el estallido de las crisis financieras y a paliar sus efectos siempre y cuando estas medidas se adopten en un marco internacional, y no de forma independiente por determinados países.

Por un lado, muchas de las recomendaciones están ligadas a problemas de regulación y supervisión de la actividad financiera, a la elección del régimen cambiario, a las pautas de apertura financiera o a la implantación de controles de capital. Además, como ya se ha señalado, se identifican como algunos de los factores clave en la cadena causal que conduce a una crisis financiera, la ausencia de controles a la entrada de capital, el ancla de la moneda y la debilidad del sistema de regulación y supervisión bancaria. Se considera, así, que las propuestas sobre las medidas destinadas a solventar este tipo de problemas merecen una atención especial.

Por otro lado, algunas de las medidas contenidas en las propuestas para reformar la arquitectura financiera internacional están encaminadas a paliar los

efectos de las crisis financieras, una vez que éstas han estallado. Éste es el caso de, por ejemplo, la inyección de liquidez en el sistema cuando se produce un ataque especulativo contra la moneda o el de la creación de un protocolo de actuación para la negociación de la deuda cuando ya se ha declarado la suspensión del pago de la deuda por parte de los deudores de préstamos internacionales.

El punto clave de la arquitectura financiera internacional que se considera debería tratarse, y de la que se debería proponer su reforma, es la reforma de las instituciones internacionales que configuran las actuales relaciones financieras internacionales. La importancia de los organismos internacionales en el diseño de la nueva arquitectura financiera internacional ya ha sido destacada por varios economistas (Akyüz, 2000; Stiglitz, 1999; UNCTAD, 2001a).

Algunas propuestas para crear una nueva arquitectura financiera internacional, que revisa Olivie (2002), son las siguientes: 1) La propuesta del financiero George Soros de establecer una compañía de seguros para el crédito internacional (*International Credit Insurance Corporation*) que permitiría una reducción de la expansión excesiva del crédito. 2) La propuesta de Henry Kaufman que implica la creación de un consejo de vigilancia de las instituciones y los mercados internacionales (*Board of Overseers of Major International Institutions and Markets*), que regularía y supervisaría la actuación de los agentes privados en dichos mercados financieros internacionales. 3) La creación de una Agencia Financiera Mundial (*World Financial Agency*) que tendría unas funciones similares a las del consejo mencionado y que sería un órgano regulador de las mismas características que la OMC pero en el terreno financiero. La importancia de crear una agencia de estas características también ha sido señalada por otros autores como Eatwell y Taylor (2000) y por la UNCTAD (2001a)<sup>17</sup>.

Además, Akyüz (2000), y también la UNCTAD (2001a), proponen la reforma del FMI y de sus funciones en dos campos concretos: la vigilancia de las políticas nacionales de países miembros y la provisión de liquidez a los sistemas financieros en caso de aparición de vulnerabilidades. Por lo que respecta a la

---

<sup>17</sup> Sobre este punto, la UNCTAD (2001a) sostiene que lo más parecido a esta agencia que existe en la actual configuración de la arquitectura financiera internacional es el Banco de Pagos Internacionales pero dicho Banco carece de poder normativo, con lo que existe un vacío evidente en este sentido.

vigilancia de las políticas nacionales es una función que le es atribuida al Fondo y que además éste ejerce. El problema es que, en este terreno, el FMI no se desempeña adecuadamente por tres motivos: Primero, el Fondo no tiene en cuenta el impacto de las políticas monetarias de los países ricos en el resto del mundo, y se empeña en culpar a los países no desarrollados de las crisis recurrentes que éstos sufren sin siquiera considerar que, en muchos casos (como, por ejemplo, el de México), el estallido de estas crisis suele coincidir con el movimiento del tipo de cambio o del tipo de interés de una divisa fuerte<sup>18</sup>. Segundo, el FMI no ha sabido dotar de coherencia a las políticas de los países ricos, en definitiva, no ha sabido hacer lo que ha hecho, en el terreno comercial, la OMC. Tercero, los dos problemas anteriores no podrán ser resueltos mientras se mantenga el actual sistema de votos en el seno del FMI, según el cual el número de votos por miembro es proporcional a su cuota<sup>19</sup>. Por lo que respecta a la provisión de liquidez, la principal recomendación de Akyüz (2000) y de la UNCTAD (2001a) es que la liquidez se provea antes del estallido de la crisis, cuando aparecen los primeros problemas de pago y para evitar que el problema se agrave.

Sin embargo, como se sabe, el FMI no acostumbra a actuar así. Las provisiones de liquidez se efectúan cuando las crisis ya se han desatado, el capital ha huido y la moneda se ha desplomado. Es más, las provisiones de liquidez suelen ir acompañadas de unas condiciones en materia de política económica que, por lo general, acaban siendo tremendamente recesivas para la economía que las adopta. El mismo FMI ha dado algunos pasos para solucionar estos problemas, como, por ejemplo, la creación de líneas contingentes de crédito. No obstante, esto no ha dado resultado en una dotación suficiente de presupuesto para cubrir estas partidas, por lo que estos esfuerzos parecen vanos.

---

<sup>18</sup> Al respecto Stiglitz (2000) señala que “Al FMI le gusta manejar sus negocios sin hacerle muchas preguntas a los asesores externos. En teoría, el Fondo ayuda a las instituciones democráticas de los países a que otorga asistencia. En la práctica, ha socavado el proceso democrático mediante la imposición de sus políticas”, más adelante continúa diciendo que “cuando el FMI decide ayudar a un país envía una ‘misión’ de economistas. Éstos frecuentemente carecen de gran experiencia en el país...en un periodo de días, a lo mucho semanas, estarán a cargo de elaborar un programa coherente y sensible a las necesidades del país. Innecesario resulta decir que un pequeño número difícilmente provee la visión necesaria para desarrollar una estrategia que sirva a toda una nación”.

<sup>19</sup> En este punto se coincide con la Declaración del Vivero Alto que se trató con anterioridad.

A pesar de esto, los mismos autores que proponen la reforma de las instituciones que configuran la arquitectura financiera internacional dudan de su viabilidad. La duda surge no sólo por posibles trabas de carácter técnico en la prevención y gestión de crisis financieras internacionales sino, principalmente, porque los obstáculos principales a la reforma del FMI o a la creación de una Organización Mundial Financiera son, sobre todo, de carácter político.

En la reforma institucional podrían entrar en conflicto los intereses nacionales de cada país con los intereses internacionales. Dicho de otra manera, una reforma institucional de estas características podría ser ventajosa para las economías emergentes y los países no desarrollados, pero no está muy claro que algunos sectores privados en los países ricos salieran igualmente beneficiados. Además, según estos autores, dada la actual distribución del poder económico y político entre países ricos y pobres en los principales foros internacionales, no parece que la puesta en marcha de las reformas institucionales sugeridas fuera a resolver los problemas financieros de los países no desarrollados ni de las economías emergentes<sup>20</sup>. Por ello es improbable que una reforma institucional pudiera paliar los efectos nocivos de la globalización financiera en las economías más débiles. Éstos son, quizás, los motivos por los que muchas de las propuestas en materia de nueva arquitectura financiera internacional se centran en otras áreas –como la regulación y supervisión bancarias, la transparencia de la información, la armonización de las normativas contables–. Y éstos parecen ser también los motivos por los que no se han producido avances en el campo de la reforma de los organismos internacionales.

En el siguiente capítulo se analizará la forma en que la liberalización y desregulación financieras, dados los antecedentes mencionados en los capítulos precedentes, se implementaron en diversos países a -partir del Consenso de Washington- y la consolidación de factores y actores que permiten su funcionamiento.

---

<sup>20</sup> En caso de que se creara, por ejemplo, una Agencia Financiera Internacional, o en caso de que se reformaran las funciones del FMI, es más que probable que esto se realizara, como ocurrió con el diseño de las instituciones de Bretton Woods, en función de los intereses de los países más poderosos.

## 2. Liberalización y Desregulación financiera

### 2.1 Introducción

En el capítulo anterior se mostró como los desajustes en la esfera de la producción y circulación se manifiestan con profundidad a raíz de la ruptura del sistema monetario internacional establecido en Bretton Woods en 1944<sup>21</sup>. Las crisis se enmarcan en la era posterior a Bretton Woods, que inicia en agosto de 1971, con lo que Toporowsky denomina “la era financiera”. En dicha “era financiera” simplemente lo financiero toma el liderazgo del desarrollo del capitalismo por encima de las empresas industriales (Girón, 2002).

Este capítulo, por tanto, busca analizar las principales causas que subyacen al proceso de liberalización financiera en mercados emergentes que comenzó en Corea del Sur a principios de los ochenta. Se repasarán las medidas más importantes de este proceso de liberalización, tanto la desregulación del sistema financiero interno como la apertura de la cuenta de capitales.

La importancia del proceso de liberalización radica en que ésta es una variable causal de las crisis, proceso que abordaremos en el siguiente capítulo. En este capítulo se planteará cómo a partir de la liberalización, por un lado, y la desregulación financiera, por otro, se estimuló la canalización de recursos hacia la especulación desviándolos de la inversión productiva y altero el orden monetario mundial (Mantey, Levy, 2000).

Se sostiene que los cambios en la forma de acumular capital obligaron a las economías de los países en desarrollo a aplicar reformas radicales, como parte de sus programas de ajuste y estabilización, que implicaron un cambio drástico en la estrategia de crecimiento y desarrollo que hasta entonces se había seguido. Ahora, el eje del crecimiento sería el sector exportador y, a través de la política industrial,

---

<sup>21</sup> Gérard Destanne de Bernis (1999) señala al respecto que “la situación actual [de crisis] es el resultado de unos encadenamientos que se produjeron, lógicamente, a partir del momento en que la abundancia de liquidez llevó a que la lógica financiera tomara el lugar de la lógica productiva cuando se trató de mantener o aumentar la tasa de ganancia del capital. Al respecto Arturo Huerta (1998) ha señalado que la liberalización y desregulación de la economía han actuado en detrimento del ahorro interno y han aumentado las presiones sobre el sector externo. El problema del ahorro interno, afirma Huerta, se ha incrementado debido a que las políticas a favor de la entrada de capitales, tales como la reducción de la inflación, el saneamiento fiscal, las tasas de interés atractivas y la apreciación cambiaria, atentan contra el crecimiento del mercado interno, contra las ganancias de las empresas (domésticas) y los individuos.

se buscaría dinamizar las exportaciones, abandonando el viejo modelo sustitutivo de importaciones. En consecuencia, la desregulación económica, que implicaba liberalización comercial y financiera, así como el retiro del Estado de las actividades económicas, permitiría la integración de la economía al mercado internacional, en un contexto de globalización de los mercados financieros y de mercancías (López, 2003).

Consideraremos como punto de partida de liberalización al Consenso de Washington ya que es a partir de dicho Consenso que se considera como supuesto que los mercados generan por sí mismos resultados eficientes y, se empiezan a tomar decisiones en función de criterios ideológicos y políticos. Al respecto, López González (2003), comenta que la liberalización financiera tiene como supuesto fundamental el ahorro previo al gasto de inversión, y que, supuestamente, permitirá que las instituciones financieras eleven la captación de recursos reales, dinamizando el papel de los intermediarios financieros<sup>22</sup>. Siendo así que las instituciones financieras podrían apoyar u obstaculizar el proceso de ahorro-inversión-crecimiento económico (Studart, 1994).

Así, se presentan en este capítulo, en un primer apartado, las propuestas de reforma del Consenso de Washington que a principios de 1990, tras la caída del muro de Berlín, formuló un listado de medidas de política económica que constituyó un paradigma único para la “trionfadora” economía capitalista. En dicha “época de cambio”, en que el capitalismo parecía triunfar y la Guerra Fría llegaba prácticamente a su fin, el economista John Williamson acuñó la expresión “Consenso de Washington” para describir la serie de reformas que las economías estatizadas de América Latina podrían aplicar para atraer nuevamente a los capitales privados después de la debilitante crisis de la deuda de la “década perdida” de los años ochenta (Clift, 2003). Supuestamente, este listado serviría especialmente para orientar a los gobiernos de países en desarrollo y a los

---

<sup>22</sup> En relación al ahorro previo McKinnon (1973) señala que en las economías en desarrollo el alza en las tasas de interés real provoca el crecimiento del ahorro interno y, por tanto, de la inversión y del ingreso. Para que se cumpla esta hipótesis es necesario que las empresas y el gobierno estén dispuestos a invertir, que exista el ahorro disponible, y que éste sea utilizado por los agentes económicos que emprenderá proyectos productivos de la más alta rentabilidad (Dornbusch y Reynoso, 1989).

organismos internacionales a la hora de valorar los avances en materia de ortodoxia económica de los primeros, que pedían ayuda a los segundos.

Más adelante, en el capítulo se desarrollarán los supuestos detrás de las reformas y lo que implicó para la liberalización y desregulación financiera. Posteriormente, se hablará del avance tecnológico que propició la creación de nuevos instrumentos financieros conocida como “innovación financiera” y, en el último apartado de este capítulo, se hablará del nuevo papel de los intermediarios financieros.

## **2.2 El Consenso de Washington**

Habíamos mencionado que Williamson acuñó el término de Consenso de Washington para nombrar al conjunto de políticas que, originalmente, tenía por objeto reformar las economías de América Latina. Éstas políticas pronto se convirtieron en un modelo para todo el mundo en desarrollo, políticas que asignaban énfasis a la disciplina macroeconómica (particularmente fiscal), la economía de mercado y la apertura.

El Consenso de Washington establece, también, un ambiente de transparencia económica, no sólo porque las normas la contengan de manera ineludible, sino también porque la misma existencia de un recetario es un espejo al que podemos mirar a la hora de juzgar la actividad económica de los países (Clift, 2003). Para los países desarrollados, y en especial para los EUA, la formulación de este consenso representaba también un reto: la concreción de medidas que ayudaran a los países desarrollados a aprovechar las oportunidades y evitar los inconvenientes de la emergencia de nuevos mercados.

Sin embargo, entre 1994 y 1999, 10 países en desarrollo de ingreso mediano experimentaron crisis financieras que deterioraron los niveles de vida y en algunos casos hicieron caer los gobiernos y empobrecieron a millones de personas<sup>23</sup>. Los responsables de las políticas enfrentaron el nuevo problema del contagio financiero —el riesgo de que la crisis se extienda de un país a otro— y los economistas

---

<sup>23</sup> En el año 1994-95 hubo en México una crisis económica y financiera; y en 1997-98 hubo otra, iniciada en el sureste asiático, y con efectos en América Latina y Rusia.

cuestionaron el ritmo y la secuencia de la desregulación y la liberalización, asignando nuevo énfasis a la necesidad de contar con vigorosas políticas e instituciones antes de abrir las economías a los inestables capitales extranjeros. La realidad económica de la década de los noventa suscitó comentarios muy diversos.

### *La Formulación del Consenso de Washington de Williamson en 1990.*

John Williamson, en 1990, concreta diez temas de política económica, en los cuales "Washington" está de acuerdo<sup>24</sup>. Los temas sobre los cuales existiría acuerdo son:

1. Disciplina fiscal: Esta se daba en el contexto de una región en la que casi todos los países habían acumulado grandes déficit que condujeron a crisis en la balanza de pagos y estaban experimentando inflaciones elevadas que afectaban principalmente a los pobres porque los ricos podían colocar su dinero en el extranjero.
2. Cambios en las prioridades del gasto público: En este caso se sugirió redistribuir el gasto en beneficio del crecimiento y los pobres, por ejemplo, desde subsidios no justificados hacia la atención sanitaria básica, la educación y la infraestructura.
3. Liberalización de las tasas de interés: retrospectivamente, señala el propio Williamson (2003), se hubiera preferido formularlo más ampliamente como liberalización financiera, señalando que diferían las opiniones sobre el ritmo de implementación, y reconociendo la importancia de acompañar la liberalización financiera con una supervisión prudencial.
4. Búsqueda y mantenimiento de tipos de cambio competitivos: al respecto, Williamson (2003) lamentó "haberse ilusionado" al aseverar que existía un consenso para asegurar que el tipo de cambio fuera competitivo, lo que implicaba un régimen intermedio; siendo que, de hecho, Washington ya se había empezado a inclinarse por la doctrina que sostiene que un país debe optar por un tipo de cambio totalmente fijo o dejarlo flotar "limpiamente".

---

<sup>24</sup> "Washington" se refiere al conjunto integrado por los organismos internacionales (FMI, BM), el Congreso de los EUA, la Reserva Federal, los altos cargos de la Administración y los grupos de expertos.

5. Liberalización comercial. Promover aún más el libre comercio.
6. Liberalización de la inversión extranjera directa. Expresamente no incluía la liberalización general de las cuentas de capital pues no se creía que ello tuviera consenso en Washington.
7. Privatizaciones. Solo esta área, que se originó como una idea neoliberal, logró ganar amplia aceptación. Williamson (2003) señala al respecto que “Desde entonces se nos hizo cobrar conciencia de lo mucho que importa cómo se hace una privatización: puede ser un proceso sumamente corrupto que transfiere activos a una elite privilegiada por una fracción de su valor real, pero si se realiza como es debido, es beneficioso (en especial en lo atinente a la mejora del servicio), y la empresa privatizada vende en un mercado competitivo o se regula apropiadamente”.
8. Desregulaciones: Aquí se trataba de distender las barreras al ingreso y a la salida, y no en abolir normas de seguridad o ecológicas (o las normas que determinan los precios en una industria no competitiva).
9. Reforma tributaria: Encaminada a buscar bases imponibles amplias y tasas marginales moderadas.
10. Garantía de los derechos de propiedad. Se trataba principalmente de proporcionar al sector informal la capacidad de obtener derechos de propiedad a un costo aceptable.

Existen, sin embargo, diversas formulaciones de los puntos del Consenso. De hecho, el mismo Williamson reformuló y matizó los diez puntos, en 1993, en el artículo "La democracia y el Consenso de Washington", en donde defiende de nuevo la necesidad de un consenso y matiza el alcance del mismo.

El principal problema del consenso de Washington es que en él queda prácticamente excluido el tema de la equidad. Esta exclusión es grave, porque uno de los lugares en donde más se aplican las políticas de ajuste derivadas del consenso (e implementadas por el FMI) es en América Latina. Y éste es el continente más desigual del planeta: el PIB per cápita del 20% más rico es 18.7 veces el PIB per cápita del 20% más pobre, cuando en la OCDE la proporción es de 6.8 y la media mundial es de 7.1.

Krugman señalaba al respecto que "la cuestión no era si se cumplirían las expectativas optimistas sobre el crecimiento en los grandes mercados emergentes, sino si los países industrializados serían capaces de afrontar la nueva competencia y aprovechar las oportunidades que les ofrecía ahora este crecimiento".

La comprobación empírica de la "lista del Consenso", sin embargo, no ha acabado de dar buenos resultados, a la luz de la crisis mexicana de 1994-95 y las posteriores en otros países. En efecto, Krugman describe cómo ha funcionado el contraste con la realidad de la lista de Washington, y prevé (en julio/agosto de 1995) los problemas que, efectivamente, surgieron durante la segunda mitad de la década debido a que el Consenso, de manera muy práctica, generó una especie de burbuja especulativa que afectaba, no sólo al proceso económico habitual, para el cual el excesivo optimismo del mercado puede constituir una profecía que se cumpla por si misma temporalmente, sino un proceso político más sutil, a través del cual las creencias comunes de los políticos e inversores demostrarán que eran mutuamente fortalecedoras. Al final, la recompensa inmediata de las reformas del consenso de Washington fue la súbita recuperación de la confianza del inversor que terminarían con la acelerada crisis por el exceso de confianza.

Los problemas surgidos a raíz de la implementación de las políticas recomendadas por el Consenso surgen porque se suponía que, según la teoría económica, el capital se desplazaría desde los países donde abunda hacia los países donde escasea, puesto que el rendimiento de las nuevas inversiones es mayor cuando el capital es limitado. Siguiendo la misma línea, se supone que la redistribución del capital fomentaría la inversión en el país receptor y, como lo señala Summers (2000), tendría enormes beneficios sociales. Esta teoría se basa en el supuesto de que el rendimiento del capital se reduce a medida que se instalan más maquinarias y se construyen nuevas estructuras, aunque en la práctica esto no es siempre así.

Por tanto, en un contexto en el que el incremento de la liquidez internacional a mediados de la década de los ochenta, que generó un proceso de desregulación de los mercados financieros nacionales e internacionales (reflejado posteriormente en el Consenso -con la consiguiente creación de nuevos

instrumentos financieros de deuda-, condujo a modificaciones en las formas de acumulación de capital (Mántey, 1998).

Sin embargo, las nuevas inversiones son más productivas en los países que cuentan con una fuerza laboral calificada e infraestructura física adecuada, como lo señala Lucas (1990), al explicar por qué el capital no pasa de los países ricos a los países pobres. En general, los nuevos flujos de capital se destinan a países que han recibido importantes afluencias en el pasado, y los inversionistas buscan un entorno económico favorable (Mody y Srinivasan, 1998).

En consecuencia, no es sorprendente que disminuyan los flujos de capital hacia los países de bajo ingreso. La teoría económica y las investigaciones empíricas pueden contribuir en gran medida a determinar el lugar de destino de los flujos de capital, pero son menos concluyentes en lo que respecta a su repercusión. Una vez en el país, el capital privado puede incrementar el consumo o la inversión internos o —sobre todo— aumentar las reservas de divisas del país.

Si los flujos son impulsados por incentivos para evadir el pago de impuestos u otros obstáculos jurídicos, el capital puede salir del país con la misma rapidez con que entró.

No obstante estas ambigüedades, generalmente se estima que los flujos de capital privado tienen un efecto importante en la inversión interna. Esta relación es más dinámica en el caso de la inversión extranjera directa y el crédito bancario internacional y más débil en el caso de los flujos de inversiones de cartera (Bosworth y Collins, 1999). Cuando un país es pobre y ahorra poco, los nuevos capitales provenientes del exterior pueden ayudarle a crear oportunidades de inversión. (Mishra, Mody y Panini, 2001). No obstante los planteamientos ofrecidos por el Consenso, a medio plazo, los paquetes no funcionaron como se esperaba. La liberalización comercial promovida, unida a la política cambiaria, generó la crisis mexicana de 1994-95, para posteriormente contagiar y generar la crisis asiática de 1997.

El Consenso de Washington no tomó en cuenta las características y diferencias entre los países a los que se les “sugerían” las reformas y no

observaron a quien iban destinadas dichas reformas y no hubo un seguimiento de la evolución y el impacto posterior a la implementación de las mismas.

Joseph Stiglitz (1999), quien ha sido economista jefe y vicepresidente senior del Banco Mundial, afirma que las políticas propuestas en el consenso pueden ser necesarias, pero no suficientes; y que, incluso, algunas de las políticas tal vez no sean ni tan sólo necesarias. Señala que "algunos países han seguido muy de cerca los dictados del modelo, pero no han experimentado funcionamientos económicos especialmente fuertes. Otros países han ignorado muchos de los dictados -como mínimo respecto a detalles cruciales de secuenciación- y han experimentado algunas de las tasas más altas de crecimiento sostenido que el mundo haya visto jamás".

Stiglitz se queja también de que el "Consenso de Washington" haya puesto poco énfasis en la necesidad de reforzar la competencia en los mercados<sup>25</sup>. Reconoce, sin embargo, que las políticas del Consenso de Washington fueron diseñadas para responder a problemas muy reales de América Latina, y tenían mucho sentido; empero, el problema radicó en que muchas de estas políticas se transformaron en fines en sí mismas, más que en medios para un crecimiento equitativo y sostenible. Así, las políticas fueron llevadas demasiado lejos y demasiado rápido, y excluyeron otras políticas que eran necesarias (Stiglitz, 2002).

A lo largo de este apartado señalamos la importancia del Consenso de Washington para la formulación de políticas durante los años ochenta y noventa. Políticas que enmarcadas en la austeridad fiscal, la privatización y la liberalización de los mercados, fueron los tres pilares de dicho Consenso y paradigma en el mundo entero. Sin embargo, el Consenso de Washington no fue el único elemento que propició la liberalización y desregulación financiera. La innovación financiera

---

<sup>25</sup> "La privatización y la liberalización comercial se han usado, a menudo, como medios para conseguir estas finalidades (definición acentuada de los derechos de propiedad y fuerte competencia), pero no deberíamos olvidar que pueden ser necesarias reformas complementarias. Convertir un monopolio público en un monopolio privado, por ejemplo, es poco probable que cree una economía de mercado más dinámica" (Stiglitz, 1999).

y el surgimiento de nuevos intermediarios financieros también jugaron un papel importante que desarrollaremos adelante<sup>26</sup>.

### **2.3 Innovación financiera**

En las últimas décadas, los mercados financieros han estado inmersos en un proceso de innovación financiera constante. Esta innovación financiera se ha traducido, principalmente, en dos fenómenos. El primero de ellos es la consolidación de instrumentos financieros como los llamados derivados financieros (opciones, swaps y futuros, y derivados de crédito)<sup>27</sup>. El ejemplo más claro de este tipo de modernización sería la titularización masiva de los instrumentos de deuda en la década de los ochenta.

El segundo fenómeno derivado de la innovación financiera ha sido la aparición de nuevos comportamientos o costumbres por parte de los agentes financieros. Los detonantes de esta revolución financiera se encuentran en la revolución tecnológica por una parte y, por otra, en el proceso de desregulación (económica en general y financiera en particular), iniciado en la década de los setenta, que daría lugar a una mayor competencia y a un aumento de las posibilidades de inversión en los mercados financieros, pero, también a una mayor

---

<sup>26</sup> Häusler (2002) considera que la mundialización de las finanzas es impulsada por cuatro fuerzas: El avance de las tecnologías informáticas, la mundialización de las economías nacionales, la liberalización de los mercados financieros y de capital nacionales y; por último, la mayor competencia entre los que ofrecen servicios de intermediación.

<sup>27</sup> Los instrumentos financieros derivados son contratos cuyo valor deriva del valor de otros activos financieros. Las transacciones que se realizan en el mercado de instrumentos derivados se basan no en la compra de acciones, bonos u otros valores, sino en la apuesta sobre el precio que en el futuro tendrán alguna materia prima, el tipo de cambio de determinada divisa, el índice de un mercado de valores, determinada tasa de interés u otros índices o indicadores (Rodríguez de Castro, 1995). Los principales tipos de instrumentos derivados son las opciones, los futuros y los swaps. Una opción de compra es el derecho a comprar un instrumento financiero en el futuro; una opción de venta es el derecho a vender un instrumento financiero en el futuro. Los contratos a futuro consisten en la obligación de comprar un instrumento financiero a un precio determinado en una fecha futura, o bien en la obligación de vender un instrumento financiero a un precio determinado en una fecha futura. Los swaps (permutas o intercambios) permiten a dos prestatarios cambiar el carácter de sus respectivas deudas. En un swap de tasas de interés un prestatario que considera conveniente cambiar su deuda de tasa fija a tasa flotante, permuta o intercambia su pasivo con otro prestatario que desee hacer lo opuesto. En un swap de divisas, un prestatario que, por ejemplo, quiera reducir sus deudas en libras esterlinas y sustituirlas por un pasivo en francos suizos, puede hacerlo intercambiando con otra parte que desee realizar la operación contraria (Girón, 2002).

volatilidad (Carter, 1989; Shafer, 1987)<sup>28</sup>. En efecto, por lo que respecta a los derivados, éstos aparecieron tras el colapso del sistema de Bretton Woods.

Correa (1998) apunta que la multiplicación de instrumentos y operaciones cambiaron el mundo financiero de manera acelerada en los ochenta. Se convirtió, continua Eugenia Correa, en una necesidad la presencia de los soportes informáticos y de comunicaciones. El avance técnico en el sector hizo posible la expansión de los intermediarios entre la población de altos ingresos y en las mayores empresas no financieras. Esta expansión tecnológica aceleró los flujos financieros y la interrelación de los mercados, pero dicha interconexión se ha desarrollado históricamente (Correa, 1998).

No obstante, la gestión del riesgo de tipo de cambio pasó de ser responsabilidad de las autoridades a ser responsabilidad de los agentes privados: puede decirse que se “privatizó” el riesgo de tipo de cambio. Así, la consolidación de algunos productos y comportamientos se justificaba, en principio, como una forma de responder a la mayor inestabilidad y de aprovechar el acceso a nuevas fuentes de financiación facilitadas por la desregulación financiera.

Sin embargo, existe una corriente heterodoxa de autores (Carter, 1989 y 1991; Crockett, 1995; Eatwell, 1996; Shafer, 1987; Sias, 1996) que sostiene que la innovación financiera, lejos de alcanzar su objetivo principal que era el de paliar la creciente volatilidad en los mercados financieros, ha contribuido a aumentarla. Además, señala dicha corriente, favoreció una mayor propensión al riesgo por parte de los agentes que integran los mercados financieros, todo lo cual redundó en un aumento de la fragilidad financiera (Carter, 1989).

Al respecto Irma Manrique (2000) comenta que todas las innovaciones, particularmente la desregulación financiera, apuntó hacia una peligrosa dirección, que es la multiplicación del riesgo y la incertidumbre, lo que ha dado lugar a especulaciones nocivas, como fue el caso de los valores de mínima rentabilidad. Además, señala la autora, implica una ausencia relativa de ciertas normas indispensables en el funcionamiento de los mercados financieros.

---

<sup>28</sup> Así, en cierto modo, puede decirse que la globalización financiera estaría en el origen del proceso de innovación financiera.

Si bien esta postura no ha sido recogida en ningún modelo teórico, los autores que la sostienen sí han tratado de ofrecer algunas explicaciones de este fenómeno; explicaciones que se recogen a continuación. La innovación financiera contribuye, desde este punto de vista, al aumento de la volatilidad y de la fragilidad financiera mediante el aumento de la incertidumbre, el aumento del endeudamiento total de los agentes económicos, el acortamiento de los horizontes para la toma de decisiones, y la mayor transmisión de shocks económicos de unos agentes a otros (Carter, 1989).

A continuación, se estudiará mediante qué mecanismos la innovación financiera da lugar a todos estos fenómenos. Por lo que respecta al incremento de la incertidumbre, la innovación financiera ha permitido que aumenten las posibilidades de diversificación de las carteras de los agentes económicos. Esto es así porque la mayoría de los nuevos productos y nuevos comportamientos derivados de la innovación (en particular los swaps) facilitan el acceso a gran número de productos; con lo que los agentes que antes mantenían relaciones financieras con un número reducido de agentes tendrían, gracias a la innovación financiera, la posibilidad de realizar operaciones financieras con un número mayor de agentes. Al tener cada unidad económica un mayor número de socios financieros, disminuye proporcionalmente la información que la unidad económica tiene con respecto a cada uno de sus socios, es decir, aumenta la incertidumbre respecto de los demás agentes económicos.

Pero la mayor incertidumbre no se genera únicamente entre agentes financieros privados: las autoridades encargadas de controlar la actividad financiera también tendrían mayores dificultades para evaluar las posiciones en derivados de los agentes así como el riesgo en el que están incurriendo. Aumenta por tanto la incertidumbre de las autoridades monetarias con respecto a los agentes privados lo cual, lógicamente, merma su eficacia para controlar la actividad financiera (Shafer, 1987). Esto puede tener por consecuencia un crecimiento generalizado del volumen de endeudamiento de los agentes privados. Según Crockett (1995) esto sería así porque, al burlar los requisitos de endeudamiento

máximo, los agentes aprovecharán para endeudarse en mayor medida, incurriendo en un riesgo mayor.

Así pues, se puede ver cómo dos de los factores que dieron lugar al proceso de innovación financiera, esto es, la incertidumbre y la desregulación, se ven reforzados como consecuencia de dicha innovación. Aunque la innovación financiera surge, en parte, como una forma de controlar la creciente incertidumbre resultante del proceso de desregulación; contribuye a aumentar la incertidumbre y a burlar las medidas de regulación, provocando en cierto modo, una mayor desregulación.

Por lo que respecta al acortamiento del horizonte en la toma de decisiones, esta postura heterodoxa mantiene que tanto los nuevos instrumentos financieros como los nuevos comportamientos de los agentes han dotado al sistema financiero internacional de un mayor grado de liquidez. Correa (1998) argumenta al respecto que las nuevas técnicas, al incrementar la velocidad de los flujos financieros, aumentan la velocidad de intercambio de los activos.

La mayor liquidez es, en principio, una ventaja para el sistema financiero ya que facilita el acceso a la financiación por parte de los agentes económicos. Sin embargo, ésta liquidez nace del hecho de que gran parte de los productos derivados vencen a corto plazo lo cual incide, asimismo, en un cambio en el comportamiento de los agentes económicos, generándose nuevas prácticas en los mercados financieros, es decir, se acortan los horizontes temporales para la toma de decisiones (Shafer, 1987).

Este cambio en la forma de tomar las decisiones de inversión redonda asimismo, según Carter (1989), en una mayor incertidumbre. En efecto, la liquidez se utiliza en los mercados financieros como un sustituto de la información. Al realizarse las inversiones a corto plazo, los agentes ya no se ven obligados a informarse sobre la calidad de su inversión a un plazo medio o largo: al ser la inversión a corto plazo y líquida, el título que representa la inversión puede ser vendido en cualquier momento. Por ello, no hay incentivos para adquirir

información acerca del receptor de la inversión, aumenta, por tanto, la incertidumbre en los mercados financieros<sup>29</sup>.

Además, el conjunto de las innovaciones que se han producido en el terreno de las finanzas facilita la transmisión de shocks económicos de unos sistemas financieros a otros (Carter, 1989 y 1991; Crockett, 1995). Esto sería así porque la innovación financiera ha contribuido, según estos autores, a una mayor integración de los mercados financieros. Siendo así, los shocks económicos (tanto positivos como negativos) se contagian con mayor facilidad y rapidez de unos sistemas a otros<sup>30</sup>.

Además de las distorsiones que pueden crear en los sistemas financieros el conjunto de innovaciones financieras realizadas en las últimas décadas, también se han denunciado algunos riesgos específicos de algunos tipos de innovaciones. A continuación, se detallan los riesgos específicos que pueden presentar los productos derivados para luego analizar con más detenimiento el comportamiento de los nuevos intermediarios financieros, esto es, los fondos de inversión colectiva.

Según Eatwell (1996), existen tres motivos por los cuales el uso de productos derivados puede contribuir al aumento del riesgo. 1) Está la complejidad de la estructura del propio producto<sup>31</sup>, que limita la capacidad de las firmas para gestionarlos correctamente y para evaluar las posiciones en derivados de los demás agentes lo cual contribuye a un aumento aún mayor de la incertidumbre (Carter, 1989; Crockett, 1995; Shafer, 1987). 2) Se suelen utilizar modelos matemáticos utilizados en otro tipo de ciencias como la física para calcular el precio de los productos derivados lo que implica que los modelos de cálculo fuerzan una mayor dispersión de los precios de los productos derivados, es decir, provocan un

---

<sup>29</sup> Y aumenta, también, por tanto, la asimetría de la información en los mercados financieros internacionales.

<sup>30</sup> Una integración financiera, dice Correa (1998) hace imposible desvincular los distintos mercados financieros y por tanto debe acompañarse de una creciente armonización de los distintos marcos regulatorios financieros de las economías capitalistas desarrolladas, apuntando en el sentido de buscar ordenar, garantizar y consolidar la integración financiera y propiamente la globalización económica.

<sup>31</sup> La complejidad de los derivados financieros proviene del hecho de que gran número de los instrumentos de cobertura de riesgo son productos hechos a medida para el agente que los solicita. Se diseña un producto que cubra exactamente la clase de riesgo que el agente quiere gestionar. Esto da lugar a que exista una variedad infinita de productos y a que muchos de esos productos sean de gran complejidad (dada la combinación extremadamente complicada de los riesgos que algunos agentes desean cubrir). Correa (1998) menciona en ese sentido que la competencia entre los intermediarios financieros se ha desarrollado, principalmente, mediante nuevos productos, servicios de ingeniería financiera o lo que se ha llamado “trajes a la medida”.

aumento de la volatilidad en los precios de dichos productos y, por tanto, del riesgo. 3) El uso de productos derivados suele provocar problemas de liquidez a los agentes que recurren a este tipo de instrumentos de cobertura de riesgo. Esto es así, afirma Eatwell (1996), porque la compra de estos productos suele financiarse con fondos ajenos, por lo que una caída repentina del precio de los activos puede provocar una carencia de liquidez y la imposibilidad de devolver la deuda para el tenedor del título. Por todos estos motivos, según Eatwell (1996), el uso de los productos financieros derivados provoca un aumento del riesgo sistémico.

Por su parte, Crockett (1995) añade otro riesgo específico de algunos productos financieros derivados (en concreto, los futuros y las opciones) que consiste en que éstos acentúan la tendencia del precio de su subyacente. Para comprender esto mejor, se puede tomar el ejemplo de un mercado de opciones sobre acciones. Suponiendo que, por algún motivo, haya una tendencia a la baja del precio de una determinada acción (el subyacente), entonces crecerá la demanda de opciones de venta de esta misma acción, con lo que se estará reforzando la tendencia del precio del subyacente. Lo mismo ocurrirá cuando la tendencia del precio de la acción sea al alza. Esto repercute en unas mayores subidas y bajadas de los precios de las acciones, es decir, contribuye a un aumento de la volatilidad en los mercados de valores.

Por lo que respecta al comportamiento de los fondos de inversión colectiva (hedge funds, fondos de pensiones, mutuas, compañías de seguros), varios autores han comentado ya su comportamiento especulativo y, por tanto, desestabilizador (Das, 1998; Reisen, 1999). Sin embargo, el autor que realmente ahonda en los nexos causales que pueden darse entre el comportamiento de este tipo de fondos y el aumento de la volatilidad es Sias (1996).

Según Sias, los motivos por los que el comportamiento de los fondos de inversión colectiva redundan en un aumento de la volatilidad en aquellos mercados en los que operan son los siguientes: i) Este tipo de fondos tiende a negociar altos volúmenes de ahorro, por lo que su capacidad para presionar al alza o a la baja los precios de los activos transados es mayor que la que puede tener un inversor de menor tamaño. ii) Sus operaciones de inversión son a corto plazo y éstas son más

inestables que las que se realizan a medio o largo plazo. iii) Los fondos de inversión colectiva suelen sucumbir con mayor frecuencia al *noise trading*<sup>32</sup> que otros inversores financiero

#### **2.4 El papel de los inversionistas financieros institucionales**

Revisado el punto anterior, podemos empezar a analizar el cambio que la innovación financiera trajo consigo para los intermediarios financieros o inversionistas institucionales. Señalaremos entonces que al actuar con frecuencia sin información, los inversionistas están sometidos en mayor medida a comportamientos de *herding*<sup>33</sup>. El motivo por el que los fondos de inversión colectiva realizan gran parte de sus negocios sin la información necesaria es, según Sias (1996), porque dichos fondos de inversión, dada su imagen, suelen dar la impresión a sus clientes de que están invirtiendo con la información necesaria para hacerlo correctamente, aunque no sea así.

La importancia del comportamiento señalado en el párrafo anterior radica en que los inversionistas institucionales se han convertido en la mayor fuente de desequilibrios financieros a causa de la creciente desregulación en los mercados financieros por todo el mundo y de la avanzada liberalización financiera (Correa, 2000). No obstante, el universo que puede incluirse en los llamados inversionistas institucionales es distinto para cada país. Los marcos regulatorios, las instituciones supervisoras, y la propia definición de inversionistas institucionales cambia incluyendo diversas formas de participación en los mercados, diferentes regulaciones y marcos jurídicos de organización (Correa, 2000).

---

<sup>32</sup> El *noise trading* es definido por Sias (1996) como el comercio financiero institucional no inducido por la información. En otras palabras, es un *noise trader* aquel agente que realiza sus operaciones de inversión con información escasa sobre la rentabilidad de sus inversiones.

<sup>33</sup> Por lo que respecta al *herding* entre los fondos de inversión colectiva, éste se explicaría con tres argumentos. Primero, el perfil de los miembros de esta comunidad es altamente homogéneo. Esto significa que es muy probable que existan similitudes entre las decisiones de inversión de los distintos fondos de inversión colectiva. Segundo, el mayor o menor éxito de las decisiones de inversión de un fondo determinado se mide en función del éxito o del fracaso de otros fondos de inversión de características similares, por lo tanto, muchas decisiones se toman en función de las decisiones tomadas previamente por otro fondo de inversión. Tercero, está el problema de la asimetría de los incentivos; y es que las pérdidas causadas por una mala gestión del fondo son más costosas para dicho fondo (en términos reputacionales) que las ganancias percibidas por una correcta gestión. Así que al fondo de inversión no le compensa ir a contracorriente.

Sin embargo, los inversionistas institucionales no son un fenómeno nuevo. Su presencia en los mercados financieros ha sido creciente en los últimos años y han pasado a ocupar un lugar preeminente tanto por el volumen de recursos que manejan como por su posición en los mercados, sus estrategias de colocación, su diversa vinculación con otros intermediarios financieros, etc.

Los inversionistas institucionales son una amplia gama de fondos de pensión, sociedades de inversión, fondos manejados por aseguradoras, fideicomisos, etc. Aunque difieren de manera importante por cuanto a su composición de cartera y las normas regulatorias que se les aplican, tienen en común los siguientes puntos (Correa, 1998a):

1. Reaccionan de manera inmediata reconfigurando su cartera con los cambios en la percepción de sus administradores sobre la rentabilidad esperada. Su amplio volumen de compras y ventas produce movimientos masivos que determinan fluctuaciones marcadas en los precios de los distintos instrumentos con que operan.
2. Su posición en valores extranjeros ha podido ampliarse a partir de cambios regulatorios importantes. De manera que nuevos cambios en la normatividad de dichos fondos pueden nuevamente modificar y ampliar la composición de la cartera, en particular de su tenencia en valores extranjeros.
3. La normatividad relativa a la composición de valores extranjeros ha venido estableciendo techos o puntos de saturación a sus posiciones externas. Así, llegado al "punto de saturación", dichos inversionistas pueden cambiar sus preferencias por valores externos, pero no ampliar significativamente sus flujos hacia valores extranjeros.
4. Su participación en valores extranjeros, si bien en un rango porcentual pequeño respecto del volumen total de activos que manejan, está muy vinculada al comportamiento de los tipos de cambio, en la medida en su rentabilidad finalmente es medida en términos del dólar. Sin embargo, también una masiva reconfiguración de sus carteras en títulos extranjeros de determinado país, pueden comportar una modificación significativa en el tipo de cambio.

5. La gran liquidez de los títulos manejados por estos inversionistas les permite hacerse y desprenderse rápidamente de sus posiciones nacionales o extranjeras en respuesta a cambios en las expectativas. La amplia competencia entre sí, la necesidad de los administradores de los grandes fondos de ofrecer rendimientos por encima de las tasas pagadas por las inversiones tradicionales, les impulsa a la búsqueda de altos rendimientos en plazos cortos. De manera que su permanencia en cierto tipo de títulos o en ciertos mercados puede ser de muy corto plazo. La participación de los inversionistas institucionales, estadounidenses en particular, fue muy importante en el flujo de capitales externos que recibió la economía mexicana entre 1990 y 1994. Entre otros los fondos administrados por Fidelity, Scudder, Merrill Lynch, Oppenheimer, Putman Funds Management, March and McLennan Co., Soros Fund Management, Salomon Brothers Inc., Nomura Securities Co., Weston Bank; pero también otros administrados por filiales bancarias como los de JPMorgan, CS First Boston.

Efectivamente, Krugman considera que una modesta recuperación de las perspectivas económicas a comienzos de los noventa, después de las fuertes crisis de los ochenta, creó una especie de "burbuja especulativa": los inversores comenzaron a invertir en los mercados emergentes, y provocaron que las cotizaciones subieran, impulsadas por ellos mismos. A su vez, se iba elaborando el "Consenso de Washington", y todo el mundo iba creyendo en él. Cuando los gobiernos de los países emergentes adoptaron los paquetes de políticas que el FMI les proponía en base al consenso, los inversores confiaron todavía más en estos países y continuaron invirtiendo en ellos. A corto plazo, pues, parecía que los paquetes funcionaban.

Correa (1998) menciona que la reorganización de la intermediación, la apertura de fondos de riesgo del más variado orden, que son los principales tenedores de grandes portafolios diversificados, han sido el soporte para el desarrollo de la titulación del crédito, para la bursatilización de activos públicos y privados, y para el incremento del endeudamiento de los estados nacionales.

Observamos entonces como el papel de los inversionistas institucionales ha ido tomando mayor importancia en relación a los flujos de capital que manejan y

por la hipersensibilidad que tienen con respecto a la percepción del riesgo. Por tanto, generan una mayor fragilidad financiera que inyectan al sistema por la insuficiente información respecto al grado de exposición de cada intermediario en sus distintas operaciones y los mercados en los que operan, además, por el elevado nivel de apalancamiento entre los propios intermediarios (Correa, 2000).

En síntesis, el presente capítulo presentó los elementos básicos de la liberalización y la desregulación financieras, así como la consolidación de elementos para su funcionamiento, en el siguiente capítulo se abordará dicha desregulación y liberalización pero con sus repercusiones, es decir, las crisis financieras.

### 3. Crisis Financieras Internacionales

#### 3.1 Introducción

Hemos observado como los mercados han ido integrándose poco a poco hasta formar un mercado que puede considerarse único –mundia-, por lo cuál un pequeño desajuste provoca una gran turbulencia en todo el sistema financiero internacional. La complejidad que caracteriza al actual sistema financiero, así como las nuevas modalidades en el financiamiento del desarrollo, han hecho de la globalización financiera “desborde” las fronteras de muchos sistemas financieros nacionales<sup>34</sup>.

En los capítulos precedentes se mostró como la desregulación, liberalización y el incremento de la competencia entre intermediarios financieros, constituyó un proceso hacia la crisis iniciado desde el rompimiento de los acuerdos de Bretton Woods. Por otra parte, se han presentado diversas crisis bancarias en más de 130 países precediendo crisis financieras de gran envergadura (Girón, 1998).

Este capítulo, por tanto, hace una revisión de las crisis financieras, que se gestaron a partir de la crisis en México de 1994-1995<sup>35</sup>, que marcan el inicio de un proceso de una profunda inestabilidad financiera que desembocaría en la crisis financiera del sudeste asiático arrastrando a Brasil y Argentina e iniciando el proceso de deflación en Estados Unidos y Europa a finales del siglo XX.

Posteriormente el capítulo presenta una revisión teórica de lo que son las crisis para, en otro apartado, enmarcar la fragilidad del sistema monetario internacional y, más adelante, esbozar los casos de las crisis en diferentes países de América Latina y Asia.

---

<sup>34</sup> Cabe mencionar que la nueva rearticulación de los mercados financieros, anteriormente segmentados, y las características actuales del mercado financiero internacional global introducen nuevos elementos al avance del estudio de las crisis. Las crisis financieras y las crisis bancarias tienen, así, particularidades bien definidas, por un lado, hay un aumento inusitado de ellas, la inestabilidad financiera es cada vez más frecuente, y por otro lado, participa activamente, el prestamista de última instancia, llámese Reserva Federal de los Estados Unidos, Fondo Monetario Internacional y autoridades monetarias locales (Bancos Centrales).

<sup>35</sup> Crisis que será tratada en el siguiente capítulo de este trabajo.

### 3.2 Aspectos teóricos de la crisis

A lo largo de esta tesis se ha sostenido que un proceso de globalización financiera puede encontrarse entre las causas del estallido de una crisis financiera. Para sustentar la afirmación anterior podemos referir una amplia variedad de estudios teóricos –la mayoría de ellos de signo marcadamente keynesiano o post-keynesiano– que, si bien no analizan la relación entre las dos variables (globalización financiera – estallido de crisis), sí estudian las relaciones entre variables similares –como pueden ser la liberalización financiera en lugar de la globalización financiera o el riesgo de crisis en lugar del estallido.

Podemos encontrar así un grupo de propuestas teóricas que se ha dedicado a analizar las distorsiones económicas internas que puede provocar la apertura financiera de una economía. Kregel (1998), por ejemplo, denuncia la inestabilidad que la liberalización financiera puede aportar a una economía cuyos agentes están sobreendeudados. Más específicamente, McKinnon y Pill (1996, 1997, 1998, 1999) estudian la relación entre un proceso de apertura financiera y el sobreendeudamiento por parte de las unidades económicas privadas de la economía recientemente liberalizada. Asimismo, Mishkin (1996, 1998) arguye que existe una serie de factores cuya aparición puede dar lugar al empeoramiento de ciertos problemas de información característicos de los mercados financieros y que el empeoramiento de dichos problemas da lugar al aumento de la vulnerabilidad financiera de la economía en su conjunto.

Hay otros autores que señalan las deficiencias que pueden ser provocadas por los cambios cualitativos derivados de la internacionalización financiera de la economía. En este sentido, Eatwell (1996) destaca el aumento de la volatilidad y el acortamiento temporal de los horizontes de inversión como consecuencia de la aparición de productos financieros derivados. Asimismo, Sias (1996) sostiene que el auge de los fondos de inversión colectiva en los mercados financieros globales redundaría en una mayor volatilidad en dichos mercados como consecuencia, fundamentalmente, del comportamiento gregario de este tipo de agentes.

Encontramos también, señalan Huerta y Puerco (2003), que en el siglo XIX, existió una tradición para comprender una crisis que se enfoca en un análisis sobre

crisis financieras en función de la fase ascendente del ciclo económico. Reconoce dicha posición dos factores que inciden directamente sobre el ciclo: el sobreendeudamiento y la deflación. Esta corriente señala que algún suceso exógeno (inventos, guerras, descubrimiento de oro o petróleo) precipita la tendencia ascendente del ciclo porque mejora la oportunidad de beneficios y de la inversión como factores sustanciales lo que inyecta optimismo y puede generar una mayor especulación basada en falsas expectativas.

Irving Fisher, Hyman Minsky y Charles Kindleberger<sup>36</sup> se encuentran en esta tradición, donde el ciclo económico, la fragilidad financiera, la incertidumbre, las instituciones, hechos impredecibles y la cuestionada racionalidad y psicología humana, son herramientas analíticas necesarias para entender las crisis bancarias y financieras. Así, cuando Fisher explica el ciclo económico de deuda-deflación, Minsky con su fragilidad financiera y Kindleberger con aspectos interesantes de psicología humana se forma un amplio abanico de herramientas analíticas que pueden orientarnos a explicar y tomar medidas *ex ante* y *ex post* de una crisis bancaria y financiera. El tratamiento teórico en este sentido rivaliza con la concepción exageradamente normativa de las principales corrientes que influyen en las decisiones de las economías y en particular de las economías en desarrollo con su dogma de libre mercado (Huerta y Pureco, 2003).

En síntesis, el aspecto más destacado de estos modelos, para la presente investigación, es el papel preponderante que estas teorías asignan a los mecanismos de funcionamiento de los mercados financieros internacionales en el ataque especulativo y el estallido de una crisis financiera. Así, a pesar de la carencia de una teoría (o varias) que relacione un proceso de globalización financiera con el estallido de una crisis de carácter financiero, existen diversos modelos teóricos, formales y no formales, así como varias hipótesis, que, combinados, pueden servir de base para realizar una propuesta teórica en la que estas dos variables queden vinculadas.

---

<sup>36</sup> Véase Santana Ruddy, “La Teoría Deuda –Deflación del Ciclo de Fisher y la Teoría sobre la Crisis Financiera de Minsky: Una Comparación” en Investigación Económica 215, enero-marzo de 1996, UNAM, México, pp.45-75 y Kindleberger, Charles P. (1989), *Manías, pánicos y cracs*, Ariel, España

Un marco teórico combinado con las hipótesis de las diversas teorías, mencionadas en el apartado anterior, podrían conducirnos a afirmar que la globalización financiera incide en el estallido de una crisis financiera –si la economía que sufre la crisis es una economía emergente– mediante dos vías principales (Olivié, 2002). La primera vía podría llamarse la vía “externa” o “internacional” y la segunda vía sería la vía “interna” o “nacional”. La vía internacional es la vía mediante la cual la globalización financiera –entendida como un aumento de los flujos de capital y, en concreto, de la liquidez a escala internacional– provoca un aumento de la volatilidad y del riesgo (y, por tanto, de la incertidumbre) en los mercados financieros internacionales<sup>37</sup>. Además, la globalización financiera también puede coadyuvar al estallido de una crisis financiera, mediante canales internacionales, al otorgar un mayor peso a los agentes financieros (fondos de inversión colectiva, fundamentalmente) que toman parte activa en el desencadenamiento de ataques especulativos.

La segunda vía mediante la cual la globalización financiera subyace al estallido de crisis financieras en economías emergentes, esto es, la vía nacional, radica en que el proceso de globalización financiera fuerza la liberalización financiera de este tipo de economías. Esto da lugar a la entrada masiva de capital extranjero en la economía recientemente liberalizada. Las características específicas de este tipo de capitales, sumadas a algunos elementos internos de la economía receptora y a la mala canalización del ahorro externo, dan lugar al deterioro de la salud financiera de la economía liberalizada. Además, algunos elementos desestabilizadores que el proceso de globalización financiera provoca, desde el punto de vista internacional, las distorsiones internas provocadas por dicho proceso. Así, por ejemplo, el aumento de la asimetría de la información en los mercados financieros internacionales determina, en parte, la estructura de las entradas de capital en las economías emergentes; o que el aumento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales puede generar unas

---

<sup>37</sup> Esta primera vía de propagación podría ser válida para cualquier tipo de economía, ya fuera desarrollada o subdesarrollada.

expectativas demasiado optimistas acerca de la rentabilidad de los proyectos de inversión en la economía receptora de capital.

En el siguiente apartado mostraremos el proceso que el sistema monetario y financiero internacional ha llevado generando fragilidad en el mismo con base en las premisas anteriores. Más adelante mostraremos procesos de crisis en diversos países del mundo que se caracterizaron por abrir sus economías a la globalización financiera, haciendo que nuestra hipótesis central se refuerce.

### 3.3 Fragilidad en el Sistema Monetario Internacional

La innovación financiera y la desregulación han modificado los términos de la competencia entre los intermediarios financieros. Todo ello ha hecho frágiles las estructuras financieras, lo que ha acrecentado la distancia entre la esfera productiva y la esfera financiera, por el hecho de que los mercados tendieron a frenar el proceso deflacionario (Correa, 1998).

Correa (1998) señala que una integración financiera hace imposible desvincular los distintos mercados financieros y que debe acompañarse de una creciente armonización de los distintos marcos regulatorios financieros de las economías desarrolladas para consolidar la globalización económica. Así, observamos como la competencia de los bancos con otros intermediarios financieros<sup>38</sup>, la pérdida de importancia del papel que la banca comercial había desempeñado tradicionalmente<sup>39</sup> y el incremento de las operaciones fuera de balance (*off balance-sheet*), por la participación de nuevos instrumentos financieros, están llevando a cuestionar si la banca comercial está en declive o están cambiando sus funciones.

Retomando a Correa (1998), nos dice que el avance técnico en el sector ha hecho posible la expansión de los intermediarios entre la población de altos ingresos y en las mayores empresas no financieras. Esta expansión tecnológica aceleró los flujos financieros internacionales y la interrelación de los mercados.

---

<sup>38</sup> Bancos de inversión, compañías aseguradoras, fondos de pensiones, fondos mutuos.

<sup>39</sup> En 1965 los bancos proporcionaban 75% de todo el crédito empresarial a mediano y corto plazo en EUA; en 1995, en virtud de la posibilidad que tienen las empresas de pedir prestado directamente al mercado y ya no por medio de la banca comercial, tal porcentaje se había reducido a 50% (Girón, 2002).

López-Mejía (1999) señala por su parte que dentro de las causas de la afluencia de capital se encontraba el interés de los inversionistas privados en las oportunidades que se presentaban en los mercados emergentes, que comenzó a manifestarse más claramente en los años noventa, debido a factores internos y externos.

Los factores internos, para López-Mejía, mejoraron la relación riesgo/rentabilidad para los inversionistas extranjeros a través de tres cauces: primero, el aumento de la solvencia gracias a la reestructuración de la deuda externa en muchos países; segundo, el aumento de la productividad, originado por la reforma estructural y la confianza en la gestión macroeconómica de varios países en desarrollo que habían adoptado programas de estabilización exitosos; y tercero, el creciente interés por invertir en los países que habían adoptado un régimen de tipo de cambio fijo, pues el riesgo de inestabilidad cambiaria se desplazó de los inversionistas al Estado, al menos en el corto plazo.

Por otra parte, nos dice el autor, los factores externos contribuyeron considerablemente al aumento de la afluencia de capital en los años noventa debido a la presencia de fuerzas cíclicas y estructurales. Las fuerzas cíclicas fueron la explicación preferida a principios de la década, cuando la baja de las tasas de interés mundiales “empujó” a los inversionistas hacia los mercados emergentes. Sin embargo, la persistencia de flujos de capital privado tras el aumento de las tasas de interés mundiales en 1994 y la crisis de México en 1994–1995 indican también la presencia de fuerzas estructurales externas (López-Mejía, 1999).

Dichas fuerzas estructurales externas comenzaron a actuar al aumentar el interés de los inversionistas privados en las oportunidades de inversión transfronteriza como resultado de dos acontecimientos que afectaron la estructura financiera de los países exportadores de capital. Primero, la reducción de los costos de comunicación, la fuerte competencia, y los crecientes costos en los mercados internos de los países industriales alentaron a las empresas de estos países a producir en el extranjero a fin de aumentar su eficiencia y sus utilidades. Segundo, hubo una mayor voluntad y capacidad de los inversionistas institucionales para acudir a los países con mercados emergentes en vista de las mayores tasas de rentabilidad previstas a largo plazo, las mejores oportunidades

para diversificar el riesgo al contar con mercados de valores más amplios y desarrollados, y la viabilidad de las inversiones al liberalizarse la cuenta de capital.

Ahora bien, la globalización financiera, por medio de ese incremento en la afluencia del capital, da lugar a un incremento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales que se puede explicar por la existencia de asimetrías de información, lo que conduce a un incremento de la volatilidad y, por tanto, del riesgo en los mercados financieros a escala mundial. Finalmente, este aumento del riesgo en los mercados de capitales se traduce también en un aumento de la incertidumbre en las operaciones financieras internacionales, lo que se traduce en una fragilidad del sistema monetario y financiero internacional.

Los factores que promueven el aumento de la asimetría de la información serían tres (Olivié, 2002). El primero sería el aumento de los flujos internacionales de capital; el segundo, el aumento de la liquidez internacional; y, en último lugar, el aumento de la incertidumbre. Cualquier mercado financiero (aunque éste sea nacional) sufre el problema de la asimetría de la información. La asimetría de la información simplemente recoge el hecho de que la información en los mercados financieros no es perfecta, es decir, que se reparte de forma desigual entre los agentes que participan en dicho mercado.

Por ejemplo, en cualquier contrato de deuda, el prestatario tiene siempre más y mejor información que el prestamista acerca de la rentabilidad esperada del proyecto para el cual se está endeudando. Este “desnivel” de información entre agentes que operan en los mercados financieros podría corregirse, en principio, con la compra de información por parte del agente que está peor informado. No obstante, al repasar la hipótesis de la inestabilidad financiera de Mishkin (1996 y 1998), que dicha compra de información no se realiza debido a la existencia de *free-riders* (o, lo que es lo mismo, al comportamiento de *herding* que los *free-riders* adoptan)<sup>40</sup>. La existencia de *free-riders* actúa, pues, como desincentivo para

---

<sup>40</sup> Recuérdese que el *free-rider* es el agente que, en vez de adquirir información en base a la cual tomar sus decisiones de inversión, decide usar la información adquirida previamente por otro agente, limitándose a imitar las decisiones de inversión (*herding*) que toma el agente que ha adquirido información.

que los agentes que operan en los mercados financieros adquieran información en base a la cual decidir sobre sus inversiones.

Ahora bien, en cuanto al comportamiento de la asimetría de la información cuando los mercados financieros dejan de ser locales y se internacionalizan, la globalización financiera provoca un agravamiento de la asimetría de la información. En otras palabras, la asimetría de la información aumenta cuando el prestamista y el prestatario pertenecen a mercados o economías distintas: el prestamista tiene entonces menos información acerca del prestatario de la que tendría si éste último perteneciera a su propio mercado<sup>41</sup>.

Con respecto al aumento de la liquidez internacional, algunos de los planteamientos repasados en las teorías sobre innovación y desregulación financiera hacen referencia a la incidencia de la liquidez en el grado de incertidumbre en los mercados financieros. Según Shafer (1987), la consolidación de los productos financieros derivados ha dado lugar a un aumento de la liquidez internacional, y esto se debe al hecho de que la mayoría de los derivados financieros que se intercambian en los mercados financieros internacionales vencen a corto plazo. Desde este punto de vista, la abundancia de liquidez transforma el comportamiento de los agentes que operan en dichos mercados, acortándose el horizonte temporal para sus tomas de decisiones.

Si además de los *free-riders* existe cierta facilidad para realizar las inversiones a corto plazo o en títulos volátiles<sup>42</sup>, es decir, si existe liquidez en el sistema, el desincentivo para invertir en información es aún mayor ya que el riesgo

---

<sup>41</sup> La existencia de *free-riders* es más corriente en los mercados de cotización oficial que en los mercados de contratos privados de deuda, en los que la información acerca de las condiciones del contrato no tienen por qué filtrarse a más agentes. Sin embargo, puede considerarse que en el momento en el que se trata de flujos internacionales de capital, la existencia de *free-riders* se ve incrementada en los mercados de contratos privados de deuda. Si bien éstos pueden permanecer “secretos” cuando se conciertan a escala nacional, se hacen públicos si se trata de un contrato internacional ya que la operación entre prestamista y prestatario queda inmediatamente reflejada en las balanzas de pagos de los países a los que pertenecen el prestamista y el prestatario.

<sup>42</sup> En este caso, las inversiones en títulos volátiles representan las inversiones realizadas en acciones cotizables o en títulos de deuda que cotizan, asimismo, en mercados oficiales. Técnicamente, estas inversiones no pueden ser consideradas inversiones a corto plazo, ya que las acciones carecen de vencimiento (en cualquier caso, se considerarían a largo plazo) y ya que los bonos cotizables pueden tener cualquier vencimiento: a corto o a largo plazo. No obstante, el comportamiento de los títulos cotizables (acciones o deuda) es idéntico al de las inversiones a corto plazo dada su rápida y fácil liquidación por parte del tenedor del título.

que se corre en una inversión a corto plazo o muy líquida estando desinformado es menor que el que se corre si esa misma inversión vence a largo plazo. Así, puede decirse que la aparición de los productos financieros derivados ha contribuido al aumento de la asimetría de la información en los mercados financieros internacionales mediante el desincentivo para la compra de información que supone el aumento de la liquidez a escala mundial.

Por lo que respecta a los factores que promueven el aumento de la liquidez en los mercados mundiales, la aparición de los derivados financieros (o el proceso de innovación financiera en general) no es el único factor del que se puede hablar. Otro factor ha sido, obviamente, el propio aumento de los flujos transnacionales de capital, de lo que ya se habló con anterioridad. Efectivamente, el aumento de toda clase de flujos de capital a escala internacional como consecuencia del proceso de globalización financiera se traduce en un aumento de los flujos tanto a largo como a corto plazo (y/o volátiles).

Con respecto al aumento de la incertidumbre basta con señalar que existe una relación circular con la asimetría de la información. El aumento de la asimetría de la información causa un aumento de la incertidumbre a través del incremento del riesgo y la volatilidad. Por su parte, el aumento de la incertidumbre también incide en la asimetría de la información, agravándola.

Por último, el comportamiento de los inversores internacionales repercute en el riesgo y la volatilidad, presionando ambos al alza es el comportamiento de los inversores internacionales en el contexto de unos mercados financieros globalizados. Sias (1996) argumenta que los fondos de inversión colectiva aumentan el riesgo de los mercados. En primer lugar, negocian altos volúmenes de ahorro, por lo que tienen mayor poder que los inversores de menor tamaño (que suelen operar a nivel nacional) para determinar los precios de los activos que negocian. En segundo lugar, suelen realizar gran parte de sus inversiones a corto plazo. Y, en tercer y último lugar, suelen estar sujetos en mayor medida que otros inversores a comportamientos de *herding*.

Podría decirse que el segundo y el tercer motivo expuestos por Sias (1996) están relacionados. El aumento de la liquidez está relacionado con menores niveles

de información en las tomas de decisiones de inversión, y ante la falta de información los inversores suelen copiar las decisiones de otros agentes que operan en el mismo mercado (son los problemas del *free-rider* y del *herding*). Por tanto, el horizonte a corto plazo en las decisiones de inversión y el *herding* forman parte del mismo problema y pueden considerarse una consecuencia de la mayor liquidez de los mercados financieros internacionales que es fruto del proceso de globalización financiera. Esto, sumado al poder de mercado de los inversores internacionales, genera un aumento del riesgo.

Entendido teóricamente el impacto que tiene la globalización financiera para la generación de crisis, el siguiente apartado, último de este capítulo, busca hacer un análisis breve de las principales crisis ocurridas en la última década del siglo XX para explicar, en el siguiente capítulo, lo ocurrido en México en relación a las reformas financieras que se implementaron y la crisis de 1994-1995.

### **3.4 Crisis recurrentes**

Kindleberger señala que han existido un sinnúmero de crisis financieras desde 1618. Refiere la crisis de los tulipanes de 1636 a 1640, la de las compañías de oriente a finales del siglo XVIII, la caída de los títulos ferrocarrileros en el siglo XIX, la caída en menos de dos horas del 75% de los títulos de RCA en octubre de 1929 y la quiebra masiva de bancos estadounidenses en la década de 1930. Recientemente, la caída del Nasdaq<sup>43</sup> en el año 2000 inició un proceso de recesión económica mundial, después de casi diez años de crecimiento en Estados Unidos que termina con la idea de la Nueva Economía.

Retomamos que las crisis bancarias, que desembocan en crisis financieras, se enmarcan en el proceso de desregulación y liberalización de los sistemas financieros nacionales. Dichas crisis, se deben a que hay un cambio en sus operaciones tradicionales, como ya se ha señalado en este documento, por la competencia con otros intermediarios financieros. Es decir, las crisis se dan por la búsqueda de instrumentos más rentables en los mercados de valores y la

---

<sup>43</sup> Nasdaq: National Association of Securities Dealers Automated Quotation System, el tercer mercado mundial de valores, detrás de Tokyo y de Nueva Cork (Girón, 2002)

disminución de los créditos tradicionales concedidos por la banca comercial en el entorno mundial (FMI, 1992), originadas por la globalización financiera.

Al respecto, el Banco de Pagos Internacionales señala que las operaciones en instrumentos derivados ascendían a 9,887 miles de millones de dólares a fines de 1996 y que su crecimiento total entre 1986 y 1996 fue de 1 500% (Girón, 2002). La operación de swaps (intercambios) de tasas de interés, introducidos en 1981, crecieron hasta llegar a 81, 000 millones de dólares en 1984 y más de un billón de dólares en 1988 (Girón, 2002). Así, la menor importancia relativa de la banca comercial en la oferta de créditos es resultado de una mayor participación de los mercados de valores y de los servicios de corretaje en el proceso de financiamiento. Por tanto, señala Alicia Girón (2002), la nueva estructura del poder financiero se caracteriza por la desintermediación en los mercados financieros, la desregulación financiera a escala mundial y la competencia entre las instituciones financieras. Características que ya señalamos como causantes de las crisis en mercados emergentes.

La afluencia de capital de corto plazo a los mercados emergentes creció de manera extraordinaria desde fines de la década de los ochenta hasta mediados de los noventa<sup>44</sup>. Además de las causas de la afluencia de capital, enumeradas en un apartado anterior, estos mercados se constituyeron en destinos de inversión por sus atractivos rendimientos, gran liquidez, oportunidades de arbitraje y la diversificación de los portafolios de inversionistas institucionales.

Desde la década de los ochenta ha tenido lugar un crecimiento inusitado en los mercados financieros en escala global. Particularmente, en lo que son los mercados de valores, las burbujas especulativas<sup>45</sup> han emergido como un fenómeno persistente. Los valores adquieren un precio que difícilmente tiene que ver con su realidad. Los índices de cotizaciones se elevan y luego se desploman. Se ha visto

---

<sup>44</sup> Las causas de esta afluencia ya fue tratada en un apartado anterior de este capítulo.

<sup>45</sup> El fenómeno de las burbujas especulativas se da cuando en los precios de los valores se presenta fluctuaciones que se consideran excesivas, lo que hace aumentar la volatilidad de los precios. En los mercados de valores, si los agentes compran un activo cuyo precio está aumentando, el resultado puede ser un alza aun mayor a su valor fundamental, lo que implica un exceso de volatilidad. La caída brusca en la cotización, es el momento en que explota la burbuja. Esto puede suceder por el fin de una fase eufórica en el mercado, por el cambio de tendencia en un ciclo de coyuntura económica favorable, por la adopción de mediadas monetarias o presupuestales que ahuyenten el dinero de la bolsa de valores o por un acontecimiento económico o político imprevisto que desate la crisis

en este trabajo que los cambios estructurales más fuertes han sido la innovación financiera y los cambios organizados del mercado de valores segmentando a una red unitaria (Girón, 2002).

Los sistemas financieros de economías maduras han cambiado dramáticamente en los ochenta y noventa como consecuencia de la desregulación interna y la liberalización financiera externa, distinguiéndose cuatro tendencias (Studart, 2000): Primera tendencia, la frontera entre las actividades bancarias y no bancarias se ha vuelto muy tenue, no sólo las instituciones bancarias tradicionales se han transformado en nuevas empresas de servicios financieros –incluyendo las firmas de valores institucionales, aseguradoras y administradoras de activos-, sino que también las instituciones financieras no bancarias –como los fondos mutuales, los bancos de inversión, los fondos de retiro y las aseguradoras- se han visto obligadas a competir activamente con los bancos. Segunda tendencia, la desregulación y el crecimiento de los inversionistas institucionales –en especial fondos de pensión y las compañías de seguros- que han tenido una importante función en otorgar fondos prestables. Tercera tendencia, el crecimiento de los mercados de capitales, que brindan nuevas fuentes de financiamiento al sector corporativo, está altamente influenciada por el uso de derivados financieros para distribuir riesgos y “securatizar”. Cuarta tendencia, la liberalización externa y los avances tecnológicos en la información han incrementado el comercio de valores internacionalmente. En los siguientes subapartados se estudiarán casos en particular para observar algunos de los aspectos ya mencionados.

#### **3.4.1 Brasil**

En los noventa el sistema financiero brasileño, lo mismo que su macroeconomía, sufrió cambios considerables estimulados por modificaciones en la regulación interna, liberalización externa y por la estabilidad de precios lograda a mediados de 1994 (Studart, 2000). Se privatizó la banca pública, crecieron los mercados de capital y de derivados y las instituciones financieras y los inversionistas institucionales alcanzaron una mayor importancia.

Tres cambios regulatorios importantes de la economía brasileña marcaron el desarrollo del sistema financiero en los inicios de los noventa: la liberalización externa, comenzada en 1987<sup>46</sup>, la reforma bancaria en 1988 y el incremento, de facto, de la flexibilidad en las regulaciones de participación de los agentes extranjeros existentes, así como de los nuevos inversionistas al sistema financiero (Studart, 2000).

En 1992, la Resolución 1289 del Banco Central, permitió el uso de recibos de depósito que representaran los valores brasileños en el extranjero. Después de 1994, en esta segunda etapa de liberalización, la apertura del mercado brasileño se relaciona con la expansión de las instituciones financieras extranjeras ya existentes en el país y con la entrada de nuevas instituciones (Studart, 2000).

Brasil, que en 1997 fue considerado un promisorio mercado emergente en manos de un equipo económico seguro, se convirtió en un problema mundial más. El agotamiento de las reservas monetarias internacionales por la salida del país de 30,000 millones de dólares fue seguido de una operación de apoyo internacional encabezada por el FMI (Girón, 2002).

Para 1999, los mercados observaron el lento progreso en la reducción del déficit del sector público. Los más de 40,000 millones de dólares aportados por el FMI y otros organismos<sup>47</sup>, fueron insuficientes, el capital siguió saliendo del país y la crisis monetaria explotó (Girón, 2002). Se anuncia, por parte del FMI, un programa más severo y, para febrero de 1999, el gobierno redujo la cantidad destinada a las raciones de alimentos de 98 millones de reales (48 millones de dólares de 1998), a 47 millones de reales (23 millones de dólares) y la subvención para el almuerzo escolar se redujo 35 % (Girón, 2002).

Para Fraga Neto (2000) los antecedentes de la crisis financiera de Brasil de comienzos de 1999 revelaban la existencia de fragilidades fiscales y de balanza de pagos: a mediados de 1998, la posición fiscal consolidada del país registraba un déficit primario, pues el gasto público, excluidos los pagos de intereses, superaba

---

<sup>46</sup> En 1994 hubo otro cambio significativo cuando Brasil acepta el Acuerdo de Basilea sobre la adecuación de proporciones de capital para los bancos.

<sup>47</sup> El FMI otorgó 18,100 millones de dólares, el Banco Mundial 4,500 millones de dólares, el BID 4,500 millones de dólares, asistencia bilateral cerca de 14,500 millones de dólares y Reino Unido 1,200 millones de dólares.

al ingreso. El grueso de la deuda pública interna —que ascendía al 40% del PIB— consistía en financiamiento a corto plazo. El déficit corriente se acercaba al 5% del PIB, aún con la economía entrando en recesión. Fue en esas condiciones que, como ocurre con frecuencia en países vulnerables, estalló una crisis económica: al incumplir Rusia su deuda en agosto, se detuvo la afluencia de capital en Brasil. Así, un pánico generalizado amenazó la estabilidad del Real y el FMI opta por una política que combina una restricción fiscal, ajuste de la política monetaria y fijación de una meta de inflación, y apoyo financiero externo.

El programa fracasó, la estrategia era fijar la moneda local al dólar, lo que redujo los precios de las importaciones y ejerció una presión comercial a la baja en los bienes de producción nacional. Se requirieron ingresos importantes de capital extranjero para incrementar las reservas monetarias internacionales y poder defender el tipo de cambio, lo que obligó a elevar las tasas de interés reales a 20 y 30%. La confianza del inversionista importaba más que las realidades de la economía interna, señala Alicia Girón, y cuando se evaporó, sobrevino la recesión en Brasil.

La evolución de los indicadores económicos de Brasil hasta 2001 no eran favorables. La deuda externa era la segunda más grande del mundo (230,000 millones de dólares), la inversión extranjera de cartera entre 1997 y 1998 ascendió a 71,000 millones de dólares mientras que la salida fue de 68,000 millones (Girón, 2000). Los intereses pagados en 2001 a la banca extranjera crecieron 40% con relación al mismo periodo del 2000 y la salida de beneficios y dividendos creció casi 1,000% hasta alcanzar los 700 millones de dólares. Para el mismo lapso, el ingreso de capital externo para inversión cayó entre 30 y 40% (Girón, 2000).

En septiembre de 2001, el FMI concedió un préstamo de 15,000 millones de dólares, considerado como un fondo anticrisis, dado que el gobierno brasileño necesitaba de una amplia reserva de dólares para evitar que la constante depreciación del real continuara y profundizara la recesión (de enero a septiembre de 2001 la moneda perdió más de 33% de su valor).

### 3.4.2 Asia

Durante la década de 1980 y 1990 los países asiáticos eran considerados, por los latinoamericanos, portadores de un modelo de desarrollo económico basado en la libertad indiscriminada de los mercados, acompañado de una poca o nula intervención del Estado. Sin embargo, con el “sorpresivo” estallido de la crisis asiática a mediados de 1997 dicho modelo queda cuestionado (Puyana, 2000).

Con la crisis asiática parece darse un proceso similar al ocurrido a raíz del estallido de la crisis mexicana en 1994, aunque a la inversa, señala Puyana Ferreira. Lo anterior se refiere a que mientras en México la crisis exacerbó la posición de los defensores del “neoliberalismo”, por la insuficiente aplicación de políticas liberalizadoras, en Asia se efectuó una alternativa con una dirección estatal flexible.

El llamado modelo asiático no fue común para todos los países de la zona, en realidad hay enormes diferencias entre ellos. Los países asiáticos tenían economías de diversos grados de desarrollo y hubo algunos originales (Taiwán, Corea del Sur, Hong - Kong y Singapur) y unos de segunda generación (Malasia, Indonesia y Tailandia) que incorporaron políticas de liberalización económicas, siendo Tailandia en donde se inició la crisis (Puyana, 2000). Ahora bien, si se deja de lado la situación específica de tratar a los países como ciudades – Estado, Taiwán y Corea del Sur, por su relación histórica con Japón, son cruciales para comprender el proceso de crisis.

El papel colonial que jugaron dichos países con respecto a Japón y el que éste último jugó con los primeros fue clave como complementario para su futuro desarrollo capitalista (Puyana, 2000). Lo anterior configuró al sector agrícola de Taiwán y Corea del Sur como proveedor de Japón y durante la Guerra Fría ambos se convirtieron en países clave, lo que hace que fluya una importante cantidad de ayuda extranjera. Los países de segunda generación, que formaron parte de imperios coloniales europeos (Holanda, Francia, Inglaterra), también fueron ocupados por Japón durante la II Guerra Mundial, sufrieron pérdidas y obtuvieron su independencia formal tras el término de la misma.

Lo anterior resalta las diferencias que existían entre los países asiáticos, por lo que dichos países no podrían constituir un supuesto modelo asiático único de desarrollo, y por lo que tampoco podrían adoptar una liberalización indiscriminada de los mercados homogénea. Jaime Puyana (2000) cita un estudio de Steven Radelet y Jeffrey D. Sachs en donde se resalta que en Malasia, Indonesia y Tailandia, el ingreso per cápita más que se cuadruplicó entre 1965 y 1996, y en Corea el ingreso subió siete veces<sup>48</sup>, además la participación e intervención del Estado era muy amplia y en algunos países asiáticos con un grado similar al de América Latina. La intervención del Estado no se reflejaba solo en la proporción del gasto gubernamental sino que se expresaba también en el control del capital extranjero, la regulación de los mercados, los incentivos a las exportaciones, la política cambiaria y de importaciones, la regulación de precios y el manejo de las tasas de interés entre otros (Puyana, 2000). Éste fue básicamente el entorno encontrado por los cuatro “tigres” originales y que estuvo ausente en los países de segunda generación, por lo que no es sorprendente, señala Puyana, que haya sido en este segundo grupo en donde se dio inicio a la crisis. En el cuadro 4 se puede observar dicha tendencia.

	Gasto del gobierno central		Consumo público	
	1972	1986	1965	1986
Corea del Sur	18	18	9	10
Taiwán	22	25	17	15
Argentina	20	26	8	12
Brasil	17	26	11	12
Colombia	13	15	8	12
Chile	43	34	11	13
México	12	27	7	10
Uruguay	25	25	15	14

Fuente: Banco Mundial, *Informe sobre el desarrollo mundial*, varios años, tomado de Puyana (2000).

Antes del estallido de la crisis, como ya se señaló, el desempeño económico de todos estos países había sido considerado como ejemplar para la comunidad

<sup>48</sup> Esto indicaba que el progreso de los países asiáticos era muy real ya que se reflejaba en el incremento del nivel de vida (a 57 años en 1970 a 68 años en 1995) y en el incremento del alfabetismo (de 73% a 91% en el mismo periodo), además los ingresos de la quinta parte más pobre de la población crecieron tan rápido como los ingresos promedio, y las tasas de pobreza cayeron substancialmente en cada país.

internacional. El éxito exportador de estos países incrementó su participación en el mercado mundial como exportadores de productos industrializados, por lo que los países que se vieron desplazados, de la Unión Europea y Estados Unidos, reaccionaron ejerciendo presiones para que los países asiáticos abrieran sus economías a las importaciones y eliminaran su protección industrial selectiva. Hubo presiones paralelas para que se revaluaran sus monedas y se liberalizaran sus mercados financieros. A las presiones anteriores se agregaron medidas neoproteccionistas tendientes a limitar la entrada de productos asiáticos a EU y la UE en oposición a los acuerdos básicos del GATT (Puyana, 2000).

Los países asiáticos empezaron a ceder paulatinamente a estas presiones, particularmente en lo que concierne a la desregulación de sus sistemas financieros. Dicha desregulación empezó en los ochenta, en primer lugar, con la desreglamentación de las tasas de interés, la eliminación de controles administrativos sobre la expansión y asignación de crédito, y la creación y expansión de mercados de títulos y participaciones de capital (Salgado, 1998). La liberalización de los movimientos de capital fue impulsada sobre todo en la década de los noventa, permitiendo la creación de centros financieros off-shore. Las reformas parciales habían llevado a sistemas financieros crecientemente frágiles, caracterizados por una creciente deuda externa de corto plazo, crédito bancario en rápida expansión y una inadecuada regulación y supervisión de las instituciones financieras, además de las rápidas reversiones de los flujos de capital (Radelet y Sachs, 1998).

El punto central es que la estructura financiera internacional, caracterizada por tipos de cambio fluctuantes y movimientos especulativos de capital de corto plazo, es intrínsecamente inestable y volátil, como hemos afirmado a lo largo de este trabajo. Al respecto señala Puyana (2000) que la desregulación financiera dentro de tal estructura creó efectivamente el marco objetivo para el estallido de la crisis, señalando que este efecto (de crisis) se reproduciría en los países que implementaron reformas similares.

Hay que señalar que otros elementos también contribuyeron al estallido de la crisis como un crecimiento más lento del comercio internacional entre 1996 y

1997 que entre 1993-1995. En los casos de Tailandia y Corea hubo fuertes retrocesos en las exportaciones y en casos como el de Tailandia el valor en dólares de las exportaciones cayó en un 1.3% en 1996 cuando éstas venían creciendo, dos años anteriores, por encima de un 20% (Radelet y Sachs, 1998). Además, la expansión del crédito bancario del sector privado fue desmesurado, alcanzando incluso un incremento del 140% en algunos países en 1996, y una parte de esos créditos se destinaban a inversiones bursátiles e inmobiliarias especulativas (Puyana, 2000). Gran parte de dicha expansión crediticia era financiada por externos, haciendo de la deuda externa otro componente de fragilidad porque una parte era de corto plazo.

El siguiente cuadro muestra la relación entre deuda externa a corto plazo y reservas internacionales para los países de la región, lo que permite observar la vulnerabilidad de la situación.

Cuadro 5. Deuda externa a corto plazo como porcentaje de las reservas internacionales (Madurez a menos de 12 meses) Junio de 1997	
	%
Corea del Sur	345
Indonesia	180
Tailandia	160
Filipinas	90
Malasia	65
Taiwán	25
China	20
Fuente: BIS, FMI, Peregrine Securities tomado de Puyana (2000).	

Hubo una creciente salida de capital por el sostenido deterioro de la cuenta corriente que se estaba presentando y por las tendencias alcistas de las tasas de interés en Estados Unidos, que comenzaron a generar presiones sobre el tipo de cambio. Las autoridades respondieron a esto con la elevación del tipo de interés pero esto repercutió en la bolsa de valores, cayendo las cotizaciones (en dólares) en un 40% durante 1996. Seguido a esta caída vino una venta masiva de bienes raíces, dando lugar a una crisis inmobiliaria, lo que remarcó la señal de que las compañías financieras estaban en serios problemas por estar fuertemente expuestas al mercado inmobiliario de Bangkok.

La consecuente devaluación del baht llevó a que el servicio de la deuda se disparara y los inversionistas y prestamistas reaccionaron retirando su capital de los países asiáticos, independientemente de las situación individual de cada uno. Con esto se generó una presión al ringgit (Malasia), al peso (Filipinas) y el baht (Tailandia) que cayeron 20% o más (Puyana, 2000).

Es claro que entre las causas que señalan los autores mencionados (Puyana, Salgado, Radelet y Sachs), se destaca el estrechamente asociado con la configuración de la estructura de los mercados financieros internacionales, es decir, la desregulación de los flujos de capitales especulativos de corto plazo, tipos de cambio flexibles y apertura total de sector externo.

### **3.4.3 Rusia**

En 1997, los bancos rusos presentaban dificultades para su transición de bancos estatales a bancos privados (Girón, 2002). Lo anterior se debía a que su sistema bancario tenía regulaciones muy débiles, la cantidad y calidad de la información variaba, la legalidad era difícil de determinar y los accionistas pequeños y medianos eran muy cambiantes. Con respecto al cambio económico que debían presentar los países de planificación centralizada para transformarse en economías de mercado, Tanzi (1999) comenta que el principio rector en las economías de planificación centralizada era que nada estaba permitido a menos que se autorizara explícitamente; en una economía de mercado, el principio rector debe ser que todo se permite a menos que esté expresamente prohibido.

No obstante, continua Vito Tanzi, la transición a una economía de mercado no es completa mientras no se hayan creado instituciones fiscales eficientes y programas de gasto adecuados y de costo razonable, incluidas redes básicas de seguridad social para los desempleados, los enfermos y los ancianos. Los programas de gasto deben financiarse con los ingresos públicos generados mediante la tributación, sin imponer una carga excesiva al sector privado.

Sin embargo, en Rusia la aplicación de las reformas económicas orientadas al mercado nunca logró el consenso de la nación, lo cual es una condición indispensable para el éxito de las mismas (Sidorenko, 1998). Además, los cerca de

2,000 bancos que existían en Rusia en 1997 tenían una regulación laxa comparadas con las de los bancos del centro y este de Europa (Internacional Bank and Credit Analysis, 1997, citado por Girón, 2002). Además, los bancos rusos estaban estrechamente relacionados con la industria, por lo que existía una exposición concentrada de sus portafolios con las mismas y los sistemas de información de los propios bancos y la legislación contable rusa nunca cumplió con los requisitos de prudencia exigidos por las normas del Internacional Accounting Standard.

La devaluación del rublo del 17 de agosto de 1998, alcanzada por los efectos de la crisis del sudeste asiático, marcó el fin de la estabilidad rusa y la necesidad de un nuevo programa de estabilización así como la necesidad de incrementar la recaudación fiscal por parte del Estado. Agregado a esto, el descenso de los precios petroleros en los meses previos ayudó a debilitar la moneda, aceleró la incertidumbre, incrementó el riesgo país e incrementó la fuga de capitales en cerca de 4,000 millones de dólares sólo unas semanas previas a la declaración de la moratoria por parte de Rusia (Sidorenko, 1998).

Como resultado, en septiembre de 1998, las 5,000 principales empresas adeudaban al fisco 50,000 millones de dólares en impuestos (Sidorenko, 1998). Dada la falta de ingresos desde 1997, las autoridades se vieron obligadas a recurrir cada vez más a la emisión de obligaciones, por lo que la deuda interna empezó a crecer rápidamente. La situación se agravó, señala Tatiana Sidorenko, debido a que la mayor parte de la deuda interna del país era de corto plazo. Como consecuencia, la devaluación se convirtió en el único medio que tuvo el gobierno para aligerar el peso de la deuda interna en rublos porque así ésta se abarataba en comparación con las reservas internacionales del Banco Central del país.

Para Joseph E. Stiglitz (2002), los primeros errores de Rusia fueron cometidos casi al mismo tiempo que el inicio de la transición, ya que por el entusiasmo para avanzar hacia una economía de mercado, la mayoría de los precios fueron liberados de la noche a la mañana en 1992, lo que generó inflación y lo que implicó una mayor rigidez de la política monetaria. Señala Stiglitz que la liberalización y la estabilización fueron dos pilares de la estrategia de reforma del FMI. La privatización fue un tercer pilar que no pudo concretarse fácilmente por

obstáculos de los dos primeros. Sin embargo, la estrategia del FMI fracasó y Rusia anunció una suspensión de pagos unilateral y la devaluación del rublo (el 17 de agosto). En enero de 1999 el rublo había caído en términos reales más de un 45% desde su nivel de julio de 1988. Observa el exfuncionario del Banco Mundial que las políticas del Consenso de Washington contribuyeron al fracaso, los problemas se potenciaron por las interacciones entre las reformas, así como su ritmo y secuencia: la liberalización del mercado de capitales y la privatización facilitaron la salida de dinero del país.

#### **3.4.4 Argentina**

En abril de 1991, Argentina establece el Plan de Convertibilidad acompañado de grandes privatizaciones de empresas públicas<sup>49</sup>. Con el establecimiento de dicho Plan el nombre de la moneda cambió de austral a peso argentino con una equivalencia de un peso por dólar. Además de la reforma monetaria, las reformas de los años noventa abarcaron también cambios en el sistema financiero, la liberalización del comercio exterior y de la cuenta de capital, y una amplia reforma del sector público (Pou, 2000).

Pou (2000) nos dice también que la eliminación de la mayor parte de las restricciones al comercio exterior y a los movimientos de capital se tradujo en una considerable apertura de la economía argentina. El Gobierno eliminó los impuestos a las exportaciones y la mayor parte de las restricciones cuantitativas a las importaciones, redujo los derechos de importación, y permitió la libre entrada y salida de inversiones directas y de cartera. La reforma del sector público —que redujo considerablemente su ámbito de desempeño— incluyó la privatización de las principales empresas públicas.

La economía argentina, afirma Girón (2002), creció a buen ritmo en la primera mitad de los noventa. Sin embargo, la crisis financiera mexicana y posteriormente la crisis brasileña, así como la liberalización de la cuenta de capital argentina, dañó profundamente la economía y creó incertidumbre y fuga de

---

<sup>49</sup> Pedro Pou (2000) argumenta que la hiperinflación de 1989 y 1990 (que alcanzó una tasa promedio anual de crecimiento de 2,600%) generó el impulso necesario para la reforma.

capitales. A partir de 2001, continúa la autora, Argentina pasó a ser un país de alto riesgo y –ante las presiones de organismos financieros internacionales- se recurrió cada vez en mayor medida a severos programas de contracción social y de incrementos en impuestos.

Los problemas de Argentina comenzaron en el 2000, cuando el gobierno adoptó un plan económico preparado por el FMI. El plan había creado grandes expectativas, pero pronto Argentina enfrentó una crisis de confianza, los precios se elevaron aún más, y la situación empeoró. Fue evidente el fracaso del consejo monetario<sup>50</sup> ya que las especulaciones sobre una devaluación de la moneda argentina hicieron que las tasas de interés en pesos argentinos fuesen más altas que las tasas de interés en dólares en Argentina (Girón, 2002).

En Argentina, además de la liberalización y desregulación precipitada que hemos señalado como causas de la crisis, es claro un proceso de contagio que puede encontrar sus causas en la medida en que aumenta la integración entre los países y persiste la asimetría en la distribución de información en los mercados. Es probable, sostiene López-Mejía (1999) que los efectos de contagio vinculados al capital privado se produzcan a través de los siguientes cinco cauces: 1) los acuerdos comerciales y las presiones sobre el tipo de cambio, que contribuyen a la inestabilidad y facilitan el contagio. 2) un fenómeno de “alerta”, que hace que la caída del valor de la moneda de un país altere la percepción que tienen los inversionistas de los factores fundamentales de la economía en otros países. 3) el comportamiento de rebaño de los inversionistas institucionales, que produce resultados similares en países con factores fundamentales muy diferentes. 4) la existencia de vínculos financieros entre los países. 5) las prácticas de gestión de la liquidez de los fondos comunes de inversión con un número de acciones variable, que pueden crear efectos de contagio en la medida en que los inversionistas

---

<sup>50</sup> Para la adopción de un consejo monetario: a) el banco central o el gobierno vincula la moneda nacional a la del socio comercial más importante; b) la autoridad monetaria está obligada a emitir dinero local sólo cuando adquiera divisas por igual valor. De este modo se tiene un régimen de tipo de cambio fijo, en donde la cantidad de moneda local emitida está determinada por el monto de las reservas monetarias internacionales en la divisa a la que se vincula. El banco central puede actuar como prestamista de última instancia en determinadas condiciones, regular los requerimientos de reserva de bancos comerciales y retener hasta un tercio de las reservas en dólares para pagar los pasivos en forma de bonos expedidos por el gobierno argentino (Girón, 2002).

“apalancados”, al afrontar exigencias de reembolso, se vean obligados a vender sus activos, quizás a un precio inferior al precio de mercado, dadas las asimetrías en materia de información (López-Mejía, 1999).

En el presente capítulo se mostraron las características de las crisis financieras internacionales señalando sus impactos en varios países. En el siguiente capítulo nos enfocaremos en el caso de México, desde su liberalización y desregulación hasta la crisis de 1994-1995.

## **4. México y los impactos de las reformas financieras**

### **4.1 Introducción**

En este capítulo nos centraremos en el caso de México, señalando y recopilando la información e hipótesis planteadas a lo largo de este trabajo de investigación. Se desarrollará, en un primer apartado, la reorientación de la política económica y las reformas estructurales implementadas en el país, posteriormente se explicará el proceso de liberalización y desregulación en el sector financiero que provocan la crisis de 1994-1995; y por último, se hará un énfasis en el proceso de extranjerización que se ha presentado en el país en dicho sector a partir de las reformas.

Ahora bien, en México, como en otros países, los antecedentes de las crisis financieras y bancarias comienzan en 1971 a partir del rompimiento de los acuerdos monetarios y financieros de Bretton Woods. En los setenta hubo tres elementos internos esenciales para comprender la crisis financiera y bancaria de inicio de los ochenta: 1) La fijación o manía por el petróleo. 2) El asumir un patrón monetario dólar en el sistema financiero mexicano. 3) Las condiciones privilegiadas en las que se encontraban los banqueros mexicanos en aquella época (Huerta y Puerco, 2003).

Al respecto, Tello (1982) destaca que la banca se desenvolvía al amparo de una legislación anacrónica, dispersa, compleja y confusa; contaba con un poder siempre creciente frente al gobierno y hacia la iniciativa privada; no desempeñaba adecuadamente su papel de intermediación financiera en la economía y finalmente, descansaba en algunas medidas, en la especulación y otras prácticas nocivas para la economía del país para multiplicar sus utilidades. Lo anterior generó la creación de una oligarquía financiera con un poder real de presionar al propio gobierno para obtener múltiples privilegios. Ellos mismos autofinanciaban sus propias empresas y por tanto este grupo era capaz de dinamizar el sector privado en función de sus requerimientos financieros, ciclo económico y en todo aquello que la coyuntura les favorecía. Las relaciones de intereses entre banqueros y gobierno estableció la complicidad que también llevaron al colapso del sistema bancario.

A raíz de lo anterior, México, del mismo modo que otros países latinoamericanos, sufrió una grave crisis de deuda en el año 1982, que no solamente sumió al país en un largo periodo de recesión económica (posteriormente denominado “década perdida” por la CEPAL) sino que, además, puso de manifiesto, el agotamiento de una política de desarrollo basada en la industrialización por sustitución de importaciones (Dornbusch y Werner, 1994; OCDE, 1996).

En consecuencia, la década de los ochenta supuso un cambio de rumbo en la política económica mexicana, dando lugar a una reforma estructural que se plasma en dos paquetes de políticas. Por una parte, el enfoque de las políticas desarrollistas cambia sustancialmente, los responsables de política económica abandonan las medidas económicas basadas en la sustitución de importaciones y deciden abrir el país al exterior, mediante la liberalización comercial y financiera. Por otra parte, el control de la inflación y, en términos más generales, la estabilización macroeconómica, se convierten en objetivos prioritarios, sobre todo a raíz de los nuevos *shocks* sufridos en 1986 y 1987 (OCDE, 1996).

Sobre esto, conviene señalar que en 1987 la inflación en México alcanzó 160%, una cifra que no se daba desde la revolución de 1910 (OCDE, 1996). La lucha contra la inflación se concretó en unas políticas monetaria y fiscal restrictivas, en la adopción de un régimen cambiario de paridad fija y en una política de liberalización comercial. La mayor parte de estas medidas estaban contenidas en el llamado Pacto, un programa de estabilización que se inició en 1987 y que duraría hasta 1993.

En el siguiente apartado analizamos con mayor detalle las reformas estructurales que en México se implementaron para su posterior liberalización financiera y desregulación interna.

## 4.2 Las Reformas Estructurales en México

Esta tesis sostiene que el caso de la reforma en México (tanto estructural, en general, como financiera, en particular) responde a un esquema en el cual los procesos de liberalización financiera suelen iniciarse como parte de una reforma económica de mayor amplitud y como respuesta a la presión del proceso de globalización financiera.

Por una parte, la existencia de un proceso de globalización financiera implica que los países con necesidad de financiación externa deben competir más fuertemente para captar dicha financiación. Así, México, en la primera mitad de los años noventa, necesitaba financiación extranjera dados los bajos niveles de ahorro interno. La mayor competencia generada por la globalización financiera significa que, en presencia de esta necesidad, las autoridades de la economía con déficit de financiación deben emprender reformas de gran envergadura dirigidas a una mayor liberalización de la economía, sobre todo en el terreno financiero.

Por otra parte, el actual proceso de globalización financiera también implica que, al margen de las necesidades internas que pueda tener una economía emergente o un país subdesarrollado, la presión externa para liberalizar la economía será mayor. Esta presión internacional suele provenir de los principales socios comerciales o de los organismos internacionales de los que forma parte el país en cuestión. En el caso de México, puede decirse que dicha presión internacional provino del GATT (*General Agreement on Tariffs and Trade*), de la OCDE pero, sobre todo, del TLCAN (Tratado de Libre Comercio de América del Norte).

Desde 1985, año en que México ingresó oficialmente al GATT el país ha adoptado medidas orientadas a liberalizar el comercio. Entre éstas se encuentran: un programa de desregulación general del Gobierno, una nueva ley sobre la competencia, la eliminación de los controles de precios y la negociación de acuerdos de libre comercio (Gurría, 2000). El ex Secretario de Hacienda y Crédito Público de México, afirma que la liberalización de la cuenta de capitales fue un factor clave en los esfuerzos de México para lograr una integración económica y financiera en la economía mundial. El Gobierno eliminó las restricciones a la

entrada de capital, suprimiendo los topes a la deuda comercial frente a extranjeros, la inversión externa en valores mexicanos y la participación extranjera en los mercados nacionales de dinero. También se eliminaron los controles a las salidas de capital (Gurría, 2000).

Por lo que respecta a la presión internacional, parece que, tanto el ingreso de México en el GATT, como la aprobación de su ingreso en el TLCAN, en 1993, o la adhesión a la OCDE, en 1994, ejercieron cierta presión en el diseño de la nueva política comercial, presión que pudo ampliarse a otros tipos de medidas económicas. Por tanto, según Lustig y Ros (2000), con la decisión de adherirse al TLCAN, la normativa de dicho tratado se convirtió en el marco institucional básico no solamente en materia de política comercial, sino también en lo que se refiere a las relaciones financieras de México con el extranjero –independientemente de que el acuerdo fuera un acuerdo fundamentalmente comercial–.

Dicho marco incluía, evidentemente, un régimen de libre movilidad de bienes y de dinero con los Estados Unidos. Además, señala Maxfield (1997), el FMI tuvo influencia en la política económica mexicana ya que, según la autora, las reformas financieras de 1988-1989 están estrechamente ligadas a las negociaciones que México llevó a cabo, durante el mismo periodo, con el FMI; negociaciones cuya finalidad era obtener un crédito de dicho organismo.

Por su parte, la OCDE (1996) y Gómez Alcázar (1995) señalaron que el ingreso en el TLCAN fue el que influyó en mayor medida en el diseño de las políticas económicas adoptadas en la primera mitad de los noventa en México. Desde su punto de vista, el alcance de las políticas de liberalización emprendidas con miras al ingreso en la OCDE fue mucho menor que el de las políticas emprendidas con vistas al ingreso en el TLCAN puesto que cuando México empezó a negociar su ingreso en la OCDE ya se había realizado la negociación con el TLCAN y en ningún caso las exigencias de apertura y liberalización financiera de la OCDE superaron las exigencias ya planteadas por Estados Unidos y Canadá para la adhesión de México al TLCAN.

Ahora bien, Luis Miguel Galindo y Carlos Guerrero (2000) observaron que la mayoría de los países latinoamericanos, incluido México, realizaron durante los

ochenta y noventa diversas estrategias de reforma que en algún sentido retoman la hipótesis de Mckinnon<sup>51</sup>. Señalan los autores que, según Banco de México, entre 1981 y 1991 se instrumentó un proceso de desregulación financiera con el propósito de mejorar el funcionamiento de los mercados de dinero y capital con base en la reducción de márgenes de intermediación y asignar óptimamente los recursos disponibles para ampliar la capacidad productiva.

Sin embargo, México había registrado muy bajos niveles de ahorro interno. Lo que hacía parecer que la única forma de recuperar altos niveles de inversión, en el marco de globalización financiera, era captando el ahorro externo. Por tanto, era necesario desregular el sistema financiero y abrir su cuenta de capital. Afirma Maxfield (1997) que las políticas financieras liberalizadoras se adoptaron ante la necesidad de recuperar la credibilidad frente a los inversores internacionales, de forma que se recuperaran los niveles de entrada de capital extranjero previos a la crisis de la deuda de 1982. En definitiva, para suplir con ahorro externo la carencia de ahorro interno, México tuvo que pasar por la adhesión al proceso de globalización económica en general (y financiera en particular). En el siguiente apartado analizaremos con mayor detalle la reforma (principales medidas adoptadas) que permite el proceso de liberalización financiera y la desregulación.

#### **4.2.1. Apertura financiera y desregulación**

En primer lugar hay que señalar que el proceso de liberalización financiera en México tomó un ritmo acelerado<sup>52</sup> (Palazuelos, 2001). Lo anterior puede constatarse al observar que sólo tomó tres años para llegar a la desregulación completa de los tipos de interés y la privatización del sistema bancario. En el cuadro 6 puede verse como la privatización del sistema bancario en México, aún en comparación con países latinoamericanos, fue excesivamente rápida.

---

<sup>51</sup> La hipótesis de McKinnon (1973) afirma que en las economías subdesarrolladas el incremento de la tasa de interés real provoca el crecimiento del ahorro y, derivadamente, de la inversión y del ingreso. En este sentido, las instituciones de la estructura financiera de un país apoyan o interfieren el proceso de ahorro-inversión-crecimiento económico (Galindo y Guerrero, 2000)

<sup>52</sup> Se debe destacar en este punto que la magnitud y velocidad del proceso de reprivatización no es una característica exclusiva del sector financiero: entre 1982 y 1988, desaparecieron un total de 800 compañías paraestatales pertenecientes a distintos sectores de la economía (OCDE, 1996).

Cuadro 6. Privatización del sistema bancario en perspectiva comparada. (Activos bancarios privados/activos bancarios totales)		
	1984 (%)	1994 (%)
Argentina	57.7	52
Brasil	20.49	56.7
Chile	45.3	83.8
Colombia	50	74
México	0	100
Fuente: Maxfield (1997)		

La situación del sistema financiero anterior a las reformas y la privatización limitaban las actuaciones de la banca comercial. En primer lugar, el gobierno absorbía la totalidad del crédito interno por decreto, mediante la imposición de altos requisitos de reservas que se invertían en la compra de deuda pública. En segundo lugar, se mantenían techos a los tipos de interés de los bancos (tanto de activos como de pasivos) y, en tercer lugar, el gobierno determinaba unas cuotas de préstamos preferenciales a sectores prioritarios designados por el gobierno (“cajones de créditos”).

El sistema financiero, que entró en crisis en el año 1982, era un sistema regulado. Sin embargo, creía José López Portillo y Pachecho<sup>53</sup> que el sistema financiero mexicano estaba demasiado desprotegido y, por tanto, sometido a los vaivenes característicos de un sistema financiero emergente insertado en un proceso de globalización financiera. Por este motivo, López Portillo decidió nacionalizar el sistema bancario mexicano en 1982, antes de las nuevas elecciones. Así, se nacionalizó la casi totalidad de la red bancaria mexicana, pasando a manos públicas 58 de las 60 instituciones financieras mexicanas (Olivie, 2002).

López Portillo decidió asimismo incorporar la nacionalización del sector bancario en la Constitución Mexicana, de modo que la medida no pudiera ser fácilmente derogada en el momento en que cambiara el gobierno (Gruben y McComb, 1997). Se reformó, pues, el artículo 28 de la Constitución que es el que determina qué áreas de actividad económica deben ser exclusivamente públicas,

<sup>53</sup> Presidente de México de 1976 a 1982, Enrique Krauze hace una semblanza de él y lo caracteriza como un apostador que se la “jugaba”, al término de su sexenio, relata Krauze, “El presidente criollo no podía quedarse atrás: ‘...soy responsable del timón, pero no de la tormenta’, ..., culpó del desastre a los banqueros y ‘sacadólares’, y de un plumazo, jamás coyón rajado, nacionalizó la banca”. Krauze, Enrique, (2004), *La Presidencia Imperial. Ascenso y caída del sistema político mexicano (1940-1996)*, Fábula Tusquets Editores, 4ª reimpression, México.

incluyendo la actividad bancaria como una de estas áreas. No obstante, el proceso de liberalización financiera emprendido en México en la década de los ochenta comprendía no solamente la reprivatización de la banca comercial nacionalizada en 1982 sino también la relajación de algunas normas de control del sistema bancario privado existentes antes de su nacionalización y una mayor apertura al capital extranjero. Las principales medidas adoptadas pueden clasificarse en dos tipos: a) las que tienen por objetivo desregular el sistema financiero interno y b) las que pretenden abrir el sistema financiero a los mercados financieros internacionales.

#### 4.2.2 Desregulación interna

Con respecto a la desregulación interna no hubo modificaciones abruptas en el sexenio presidencial de Miguel de la Madrid por las modificaciones constitucionales que López Portillo había implementado. Sin embargo, dichos cambios solo afectaban a la banca pero no a las instituciones financieras en general. Por tanto se privatizaron aquellas instituciones financieras (u operaciones de instituciones) que no se dedicaban a la recepción de depósitos y concesión de préstamos sin tener que reformar la Constitución para ello. Es así que, en 1984, De la Madrid puso a la venta las operaciones de *broking*<sup>54</sup>, las de seguros y otras operaciones financieras no de crédito. De este modo, se contribuyó a la creación de un sistema financiero (compañías de seguros, *brokers*, firmas de *leasing*<sup>55</sup> y compañías de *warehouse* o almacenaje financiero) paralelo al sistema bancario nacionalizado.

En el sexenio de Carlos Salinas (1988-1994), el 2 de mayo de 1990, se propuso en el Congreso la reforma de la Constitución de modo que pudiera reprivatizarse la banca pública. La propuesta fue aceptada, se reformó la Constitución y se inició el proceso de reprivatización. Se vendieron 18 bancos en

---

<sup>54</sup> Un *broker* es un agente financiero especializado en los mercados de cotización. Representa a uno o varios inversores y actúa en su nombre comprando o vendiendo en los mercados de acciones, de divisas, de instrumentos financieros derivados y otros.

<sup>55</sup> El *leasing* (o arrendamiento financiero) es un contrato de alquiler de un bien que incluye, además, una opción de compra. El comprador paga una cantidad mensual (o anual) durante un periodo establecido, en concepto de alquiler y, al finalizar dicho periodo, se le ofrece la opción de comprar el bien.

14 meses (entre junio de 1991 y julio de 1992). El siguiente cuadro muestra la calendarización de dichas privatizaciones.

Cuadro 7. Calendario de la privatización de la banca comercial en México	
Banco	Fecha de venta
Mercantil de México	9 de junio de 1991
Banpaís	17 de junio de 1991
Cremi	23 de junio de 1991
Confia	4 de agosto de 1991
Banoriente	11 de agosto de 1991
Bancreser	18 de agosto de 1991
Banamex	26 de agosto de 1991
Bancomer	28 de octubre de 1991
BCH	10 de noviembre de 1991
Serfin	24 de enero de 1992
Fuente: Banco de México (1992)	

Además, en el mismo sexenio, se aprobó la Ley de Instituciones de Crédito que fue la que reformó definitivamente el estatus de la banca mexicana. Hasta ese momento, los bancos se creaban por concesión administrativa (otorgada por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público) y la participación del capital privado en dichas instituciones estaba limitada al 34% del capital de la entidad. Con la nueva normativa se eliminó el sistema de concesiones remplazándolo por uno de licencias (otorgadas también por la SHCP) y se eliminó la limitación sobre la participación de capital privado en las instituciones bancarias.

El capital de la banca comercial se redividió en tres tipos distintos de acciones: A, B y C. Las acciones de serie A deberían representar el 51% del capital total de la sociedad y podrían estar en manos de ciudadanos mexicanos, del gobierno Federal, de los bancos de desarrollo, del Fondo Bancario de Protección al Ahorro y de *holdings*<sup>56</sup> financieros. Las acciones de serie B (hasta el 49% del capital social) podrían ser adquiridas por todos aquéllos a los que les estuviera permitido poseer acciones de la serie A, y por corporaciones mexicanas y por fondos de inversión colectiva. Las acciones de serie C podrían representar hasta el 30% del capital social y podrían ser adquiridas por todas aquellas personas o

<sup>56</sup> Un *holding* es una compañía cuya única actividad consiste en ser propietaria de las acciones de otras empresas filiales. Un *holding* financiero es, por tanto, la empresa matriz de un conglomerado financiero.

entidades con derecho a adquirir acciones de las series A y B y también por extranjeros. Las acciones de las series B y C serían mutuamente excluyentes.

Pedro Aspe (1993) señalaba que uno de los objetivos que se pretendía alcanzar con la privatización de la banca era la disminución de la concentración en el sector. Con este fin, la nueva legislación bancaria contaba con normas sobre cuotas máximas de participación por persona o entidad. La participación máxima en el capital social se fijó en 5% para personas físicas y en 15% para todo tipo de fondos de inversión colectiva y para el Fondo de Protección al Ahorro. Sin embargo, todo parece indicar que los dos gobiernos posteriores a López Portillo buscaban el mantenimiento de un alto grado de concentración en el sistema bancario. Por una parte, en los años posteriores a la nacionalización, el gobierno había promovido la concentración en el sector mediante la fusión de algunos bancos públicos. El número de entidades de crédito nacionalizadas en 1982 era de 58 y en el momento de reprivatizarse a principios de los noventa, solamente quedaban 18.

De la Madrid inició un proceso de reestructuración del sistema bancario en 1983, cerrando 9 bancos y fusionando los 49 restantes en 29; entre 1985 y 1986 se redujo el número de instituciones bancarias de 29 a 18; y es más, 3 de estos 18 bancos copaban tres quintas partes de los activos totales del sistema bancario mexicano (Gruben y McComb, 1997). Por otra parte, la venta de las actividades financieras públicas no bancarias previa a la reprivatización era un modo de reencaminarse hacia el modelo de banca múltiple<sup>57</sup> que ya habían tratado de implantar en México antes de la nacionalización de 1982.

El mercado paralelo de instituciones financieras no crediticias fue el principal comprador de los bancos públicos. Además, se aprobaron algunas medidas previas al proceso de reprivatización que promovían la concentración del sistema bancario mediante la flexibilización de normas para la creación de grupos financieros. De este modo, se alcanzó prácticamente el mismo grado de

---

<sup>57</sup> La banca múltiple es un modelo de banca en el que una misma institución o un mismo grupo de entidades cubre una amplia gama de servicios aparte de la recepción de depósitos y la concesión de créditos o préstamos: contratos de seguros, agencias de valores, concesión de fianzas o garantías, servicios de *factoring* (o factoraje), servicios de *leasing* (o arrendamiento financiero), servicios de almacenaje financiero y otros.

concentración que existía cuando la banca estaba nacionalizada. Estas medidas pretendían responder a la necesidad de prepararse para la creciente competencia bancaria que se avecinaba con la apertura económica. Las autoridades mexicanas, en cualquier caso, promovieron una serie de normas destinadas a fomentar la actividad de entidades extranjeras en el mercado mexicano con la finalidad de promover la competencia en el sector financiero local.

#### **4.2.2.1 Liberalización de los tipos de interés y el crédito**

Entre 1988 y 1989, el gobierno mexicano redujo notablemente su intervención en la asignación del crédito interno, tanto vía precios (tipos de interés) como vía cantidades (liberalización de la asignación del crédito y reducción de créditos preferenciales o “cajones”). La liberalización del crédito vía cantidades se llevó a cabo mediante varios tipos de medidas: dotando de mayor libertad a la banca local en sus actividades de asignación del crédito, suprimiendo los créditos preferenciales, y disminuyendo los requisitos de reservas.

Por lo que respecta a la ampliación de la libertad de actuación de la banca local, la primera medida se dio en octubre de 1988. A partir de ese momento, se autorizó a los bancos, por primera vez, a emitir aceptaciones bancarias, es decir letras de cambio con vencimiento a corto plazo, y a aceptar efectos de comercio (con vencimientos inferiores a 180 días) emitidos por empresas privadas no financieras y garantizadas por una institución financiera. En México ya existía, desde antes de que se nacionalizara la banca, un mercado de efectos de comercio bastante desarrollado.

El hecho de otorgar a los bancos la posibilidad de acceder a éste suponía una gran ampliación del margen de maniobra del sistema bancario local. En segundo lugar, entre las medidas adoptadas en marzo de 1989, se eliminó buena parte de los créditos especiales concedidos a sectores prioritarios. Como otra medida, los requisitos de reservas se redujeron por primera vez en abril de 1989 (del 90% al 30%) y fueron eliminados en septiembre de 1991. Se ampliaba, de este modo, el volumen de fondos que la banca podía asignar libremente al crédito.

En cuanto al control del crédito vía precios, en marzo de 1989, Guillermo Ortiz, Subsecretario de Finanzas, anunció la intención del gobierno de liberalizar los tipos de interés. A petición del sector bancario, la medida fue pospuesta hasta el 1 de mayo. La solicitud se basaba en la necesidad de un periodo de adaptación para prepararse para el aumento de la competencia que dicha medida iba a suponer para el sector. De hecho, cuando los tipos de los depósitos se liberalizaron, se produjo una drástica reducción del margen bancario.

### **4.2.3 Apertura del sistema financiero**

#### **4.2.3.1 La cuenta de capitales**

Paralelamente a la desregulación interna del sistema financiero mexicano, las autoridades económicas abrieron su cuenta de capitales al exterior. Entre las medidas adoptadas, destacan las que pretendían la internacionalización de los mercados de cotización mexicanos, tanto de acciones como de títulos de deuda (Lustig y Ros, 2000), y las que buscaban la liberalización del tipo de cambio.

Por lo que respecta a los títulos de deuda, las autoridades económicas aprobaron algunas medidas que buscaban la puesta en circulación de títulos mexicanos en los mercados financieros internacionales. Así, en 1989, la Comisión Nacional de Valores autorizó a las compañías privadas a emitir dos tipos de instrumentos a largo plazo: los bonos sin aval y los certificados de participación reembolsables para proyectos de construcción. El primer tipo de bonos debía estar garantizado por la compañía emisora (a la que se obligaba a tener cierta cantidad de ingresos en dólares) y el tipo de interés era el del Libor más la prima ofrecida por la entidad emisora. En cuanto a los bonos inmobiliarios, su finalidad era utilizar propiedades inmobiliarias como aval para financiar proyectos de construcción. Su rentabilidad estaba establecida sobre la base de un tipo de interés básico expresado en dólares al que se le sumaba una prima. Asimismo, la nueva normativa de 1990 permitía la compra de instrumentos de deuda pública a corto plazo por extranjeros (Gil-Díaz, 1998; Ros, 1999).

Además, se amplió la capacidad de acceso de los inversores extranjeros a las acciones mexicanas. En la Ley Bancaria aprobada en 1990, que contemplaba la privatización de la banca comercial, se incluyeron una serie de medidas que permitían, por primera vez en cincuenta años, la participación de capital extranjero (exceptuando gobiernos o agencias públicas) en la banca del país. Como ya se ha señalado, se creó la figura de las acciones de serie C (acciones con derecho a dividendo pero sin derecho a voto que podían ser adquiridas por no residentes). Este tipo de acciones no podía superar el 30% del capital de una determinada institución, lo cual era una forma de limitar la participación máxima del capital extranjero. Además, la participación máxima de un socio extranjero por institución financiera se limitó al 10% del capital de ésta.

En diciembre de 1989, el Congreso aprobó una serie de medidas destinadas a impulsar el intercambio de títulos mexicanos fuera del país. Se creó una sección especial en el Registro Nacional del Mercado de Valores para los títulos mexicanos emitidos en mercados extranjeros. También apareció la figura del especialista bursátil, una nueva clase de intermediario que podía operar de forma independiente con aquellos títulos en los que había decidido especializarse.

Por lo que respecta a las instituciones financieras no bancarias, se permitió la participación minoritaria de capital extranjero en algunas instituciones financieras no bancarias como compañías de seguros y compañías de fianzas. No obstante, puede decirse que, en lo que se refiere a la facilitación del acceso de inversores extranjeros a acciones mexicanas (cotizables o no), las medidas más contundentes no se adoptaron hasta después de la crisis de 1994 y como resultado de la adhesión de México al TLCAN.

La liberalización del tipo de cambio fue parcial. El gobierno mexicano decidió abandonar el régimen de tipo de cambio fijo a finales de 1991 y, sin embargo, el tipo de cambio no quedó completamente liberalizado: se estableció una banda de flotación en la que debía mantenerse el peso mediante las intervenciones del banco central en los mercados de divisas. Posteriormente, en marzo de 1992, dicha banda se amplió y las autoridades no dejaron flotar el peso hasta el estallido de la crisis en 1994.

#### **4.2.3.2 Fragilidad en el sistema financiero mexicano: sistema de regulación y supervisión de la actividad financiera**

Ya se ha señalado que la liberalización financiera y, sobre todo, la privatización de la banca, fueron procesos muy rápidos en México. En menos de una década el sistema bancario mexicano (casi por completo) pasó de ser público y desenvolverse en un mercado cerrado a ser privado e integrarse en los mercados financieros internacionales -que tienen características y mecanismos de funcionamiento distintos de los mercados locales. Probablemente, el acelerado ritmo de la reforma financiera y la falta de experiencia de las autoridades monetarias para desenvolverse en el nuevo entorno financiero incidieron en la debilidad del sistema de regulación y supervisión de la actividad financiera (Gil-Díaz, 1998; Gruben y McComb, 1997; Lustig y Ros, 2000)

Además, no se adaptó la normativa de regulación y supervisión de la actividad de las instituciones financieras y la fragilidad. Al respecto, Gruben y McComb (1997) observaron los siguientes aspectos: 1) Las autoridades monetarias autolimitaron su capacidad de control de la red financiera<sup>58</sup>. 2) Se relajaron los requisitos impuestos, por las autoridades monetarias, sobre mínimos de liquidez<sup>59</sup>. 3) No se adoptó ningún tipo de medida que controlara la actividad de los mercados de derivados, que se habían desarrollado de forma particular en los años previos a la crisis. 4) No se adoptaron medidas contundentes que controlaran el volumen y la calidad del endeudamiento externo de los bancos. 5) Finalmente, la falta de adaptación del sistema de control al nuevo entorno financiero pudo generar actitudes de riesgo moral por parte de algunos bancos locales.

---

<sup>58</sup> Lo que implicaba dificultades para el control de la actividad de la banca múltiple por parte de las autoridades monetarias, dado el gran número de actividades que puede realizar una misma institución financiera. Además, a pesar de las numerosas operaciones interbancarias que suponía la creación de este modelo (por ejemplo el autopréstamo), las autoridades no empezaron a exigir balances consolidados a los grupos financieros hasta 1995, una vez estallada la crisis.

<sup>59</sup> En cuanto a los requisitos de solvencia y liquidez, las autoridades monetarias fueron reduciendo el requisito de reservas exigido a la banca comercial mexicana para, posteriormente, eliminarlo. El coeficiente legal de caja fue reducido en abril de 1989 del 90% al 30% y, tras una nueva reducción en agosto del mismo año, fue totalmente eliminado en septiembre de 1991. El coeficiente legal de caja es la proporción de los depósitos recibidos por una institución bancaria que debe mantenerse, de forma obligatoria, bien como dinero líquido, bien como un depósito en el banco central, bien como inversión en instrumentos de deuda pública.

El gobierno dejó así de utilizar los requisitos de bancos como fuente de financiación y empezó a utilizar, para este fin, la emisión de “CETES” (Certificados de la Tesorería)<sup>60</sup>. De este modo, se creaba en México un mercado separado para la deuda pública y el gobierno ya no tenía que recurrir a la red bancaria local para su financiación. Además, se suprimieron las normas sobre vencimientos de activos y pasivos de las instituciones bancarias. Esto último significa que, con la nueva normatividad, las instituciones bancarias podían elegir libremente los plazos de vencimiento de sus operaciones de activo y de pasivo.

Por último, la privatización de la banca no estuvo acompañada por la ampliación de la responsabilidad del sector privado sobre ésta. Esto es, la responsabilidad de los accionistas de los bancos era muy limitada. El gobierno aseguraba, en caso de quiebra, no solamente las pérdidas de los depositantes sino también las que pudieran sufrir los accionistas. Es decir que la legislación sobre quiebras no se había adaptado al cambio de titularidad del sector bancario: el gobierno seguía siendo responsable de las pérdidas del sector aunque éste estuviera en manos privadas.

El punto anterior pudo generar cierto riesgo moral por parte de los agentes bancarios e incitarles a subvalorar los riesgos de sus operaciones de inversión. En definitiva, la liberalización financiera mexicana de los ochenta y los noventa no estuvo acompañada de un sistema de regulación y supervisión eficaz que controlara la actividad bancaria. De hecho, las únicas medidas que se adoptaron en este sentido fueron, por una parte, la implantación, en 1992, de ciertas restricciones a los pasivos en moneda extranjera y, por otra, la aplicación, en 1993, de un requisito de capitalización bancaria en relación con activos de alto riesgo. López-Mejía (1999) y Reinhart y Reinhart (1998) observaron como una combinación de tipo de cambio fijo, intervenciones esterilizadas, y ausencia de controles de capital se reflejarían en un volumen máximo de entradas de capital a corto plazo y como la experiencia de México, entre 1990 y 1993, ofreció un buen ejemplo de los efectos imprevistos que puede tener esta combinación de políticas.

---

<sup>60</sup> Los CETES no son instrumentos creados a raíz de la liberalización financiera. Este tipo de letras ya existía desde 1978, aunque habían sido infrutilizados como fuente de financiación pública.

Señalan los autores que la interacción de las políticas puede llegar a reducir la eficacia de cada una de ellas. Por ejemplo, los grandes diferenciales de tasas de interés que normalmente van unidos a la esterilización podrían crear un incentivo para eludir los controles de capital, el que, a su vez, podría contrarrestar el efecto de contracción de las políticas de esterilización.

Todas las reformas mencionadas hicieron que México fuera un receptor neto de capital en los años previos a la crisis financiera de 1994. Las entradas de capital extranjero pasaron de 1,124 millones de dólares (0,91% del PIB) en 1986 a 37.874 millones de dólares (10,30% del PIB) en 1993. El cuadro 8 muestra las entradas de capital a México en el periodo señalado.

Cuadro 8. Entrada total de capitales en México 1986-1995										
	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Millones de dólares	1.124	2.784	497	2.669	17.225	26.157	21.487	37.874	21,456	-2,343
% del PIB	0.91	2.03	0.29	1.29	7.04	9.11	6.53	10.30	5.69	-0.82
Fuente: FMI (1994, 1998, 1999) tomado de Olivé (2002).										

En otras palabras, las entradas de capital extranjero en México se multiplicaron por 34 en términos absolutos y por 11 con relación al PIB en tan solamente siete años (entre 1986 y 1993). Sin embargo, el *boom* de entradas de capital extranjero se produce entre los años 1990 y 1993. La entrada total de capitales pasó de 2.669 millones de dólares en 1989 a 17.225 millones al año siguiente. Es decir que en tan sólo un año las entradas de capital se multiplicaron por 6.

Sin embargo, estas entradas se caracterizan por su volatilidad, ya que la Inversión Extranjera Directa y los contratos de deuda a largo plazo representan una fracción marginal de éstas. Por tanto, la mayor parte de los flujos fueron a corto plazo, realizados fundamentalmente a través de contratos privados de deuda a corto plazo. Adicionalmente, la deuda es la principal forma de inversión, siendo poco importantes, en comparación, las inversiones en acciones (ya sean IED o en cartera). Por último, predominan las inversiones denominadas en moneda

extranjera, inversiones que además no se acompañan de la cobertura del riesgo de tipo de cambio.

En los tres años previos a la crisis financiera, es decir, en el periodo 1991-1993, los flujos volátiles representaban el 82% de las entradas totales de capital extranjero mientras que las entradas no volátiles eran de tan sólo el 18%. Además, esta alta proporción de flujos volátiles contrasta con las cifras que se registraron en años anteriores. En el periodo 1989-1990, el porcentaje de las entradas de capital que se realizaban en forma de IDE representaba el 67.1% de las entradas totales; una proporción mucho menor, el 16.4%, correspondía a la entrada de inversión en cartera y existía también una baja entrada de deuda (tan sólo el 16.5%) que se debía, en parte, a la entrada negativa de deuda a largo plazo resultante de la devolución de la deuda acumulada de la crisis de 1982 (financiada fundamentalmente con el proceso de privatización).

Cuadro 9. Entradas de capital a México 1986 – 1995 (%)				
	1986-1988	1989-1990	1991-1993	1994
<i>Entradas totales</i>	100	100	100	100
<i>IDE</i>	295.8	67.1	17.2	51.1
<i>IDC</i>	173	16.4	69.7	38.1
-en acciones	n.d.	15	24.9	19
-en títulos de deuda	39.8	1.37	44.8	19.1
<i>Otros pasivos</i>	-368.8	16.5	13.1	10.7
-a corto plazo	93.5	11.1	12.3	n.d.
-a largo plazo	-462.3	5.4	0.8	n.d.
<i>Flujos volátiles</i>	-166.5	72.5	18	n.d.
<i>Flujos no volátiles</i>	266.5	27.5	82	n.d.

Fuente: FMI (1994, 1998, 1999) tomado de Olivé (2002)

#### 4.2.3.3 Privatización y reestructuración de la deuda

En México se dieron diversos factores que explicarían el volumen y las características de las entradas de capital, que ya abordamos en apartados anteriores. Pero además la privatización y la reestructuración de la deuda probablemente desempeñaron un papel relevante en la atracción de capital extranjero. Con respecto al primero (tanto del sistema bancario como de otros sectores) enmarcado en la reforma estructural de la economía.

La privatización masiva de las empresas estatales respondía al objetivo en materia fiscal que consistía en disminuir la enorme brecha entre ingresos y gastos públicos. Por una parte, se cerraron las empresas estatales deficitarias, lo cual permitió reducir el gasto público ya que dichas empresas públicas drenaban gran parte del presupuesto público. Por otra parte, las empresas rentables se pusieron a la venta, lo cual permitió al Estado aumentar su nivel de ingresos. Esta segunda medida llamó la atención de los inversores extranjeros que aprovecharon el proceso de privatización como una oportunidad de inversión (Dornbusch y Werner, 1994).

Es más, la privatización mexicana también pudo determinar, en parte, la estructura del capital entrante en el país. Al menos por lo que respecta al proceso de privatización de la banca comercial, se permitió la compra por parte de los inversores extranjeros. Esta medida probablemente favoreció la entrada de flujos de inversión en cartera durante el periodo de privatización, desplazando otro tipo de flujos como pueden ser los de inversión directa. Con el programa de reestructuración de la deuda (Plan Brady) de 1989 también actuó como un factor de atracción de capital extranjero. La reducción de la deuda externa mexicana, que se dio a raíz del acuerdo, brindó a México la posibilidad de reaccéder al mercado internacional de capitales y captar ahorro externo para sus necesidades locales (Banco de México, 1992b). Como parte del programa de reestructuración de la deuda, no solamente los bancos privados aceptaron conceder nuevos préstamos a México, sino que también se otorgó un préstamo conjunto del FMI, el Banco Mundial y el gobierno japonés valorado en 5.800 millones de dólares (Blaine, 1998).

#### **4.2.3.4 La crisis en México y el rescate bancario**

El estallido de la crisis se produjo a finales de 1994, cuando las autoridades se vieron forzadas a abandonar la paridad fija del peso (Calvo y Mendoza, 1996; Mishkin, 1996). La temporalidad en la que se da el inicio de la crisis financiera mexicana tiene importantes implicaciones para el estudio de dicha crisis ya que en

función de cuándo se feche el inicio de la crisis, se considerará que intervinieron unas variables u otras en su estallido.

Por su parte, la ubicación temporal del estallido dependerá de cómo se defina una crisis y de cómo se defina el estallido de dicha crisis. En la propuesta teórica, se da a entender que la crisis estalla cuando se produce un cambio en las expectativas de los agentes privados que da lugar a un ataque especulativo que provoca una crisis financiera. En otras palabras, la crisis estalla cuando empiezan los ataques especulativos contra la moneda o en cualquier otro mercado de cotización oficial (mercado de valores, bonos cotizables)<sup>61</sup>; y no cuando las autoridades monetarias se ven obligadas a dejar flotar la moneda, tras varios ataques especulativos contra ésta. Calvo y Mendoza (1996) y Mishkin (1996) señalan que la crisis mexicana estalló a finales de 1994, en concreto, el 20 de diciembre que fue cuando se produjo la depreciación repentina del peso.

Desde la perspectiva anterior, existen numerosos factores, además de los vistos en capítulos anteriores, que promovieron la crisis. Según Mishkin (1996) todos los factores que él plantea en su teoría de la inestabilidad financiera aparecieron antes del estallido de la crisis mexicana<sup>62</sup>. A lo largo del año 1994 y antes de que se depreciara el peso, el índice bursátil había sufrido una fuerte caída, los tipos de interés mexicanos habían aumentado abruptamente, la situación económica y política era muy inestable y se habían deteriorado fuertemente los balances de la red bancaria. Además, en el mismo año, se había producido un fuerte drenaje de las reservas en divisas del banco central mexicano. Al respecto, Calvo y Mendoza (1996) señalan que una de las causas de la crisis reside en los altos niveles de deuda pública denominada en dólares.

Sin embargo, contrario a lo que señalan los autores anteriores, esta deuda se había generado a lo largo del año 1994 (y no antes) cuando el gobierno decidió

---

<sup>61</sup> Una buena medida para fechar el comienzo de un ataque especulativo es haciendo un seguimiento del nivel de reservas en divisas del banco central. Si las autoridades monetarias mantienen un tipo de cambio intervenido, tendrán que vender sus reservas en divisas para defender el tipo de cambio local. Así, una disminución en el nivel de reservas indica que el gobierno está defendiendo la moneda o, lo que es lo mismo, que la moneda está siendo atacada. Asimismo, el índice bursátil también sirve de indicador para los ataques especulativos.

<sup>62</sup> Para el caso concreto de la crisis de México, estos factores son la caída del índice bursátil, el aumento de la incertidumbre tanto económica como política, el aumento de los tipos de interés y el deterioro de los balances de la red bancaria.

convertir masivamente los bonos denominados en pesos (como los CETES) en Tesobonos, que son títulos denominados en dólares. Así, si se fecha el inicio de la crisis en el momento en el que empiezan los primeros ataques especulativos, es decir, en febrero de 1994, entonces el aumento de la deuda pública que, según Calvo y Mendoza (1996), contribuyó al estallido de la crisis, pasa a ser, como mucho, un error de política económica en la respuesta del gobierno a la crisis; y varios de los factores que Mishkin (1996) define como desencadenantes del estallido pasan a ser consecuencias de dicho estallido. Resumiendo, no se produjo una caída del índice bursátil<sup>63</sup> ni una subida de los tipos de interés mexicanos antes de que se iniciaran los ataques especulativos. En cambio, antes de que se iniciara el ataque, sí se había generado ya cierta inestabilidad política y habían aumentado los tipos de interés norteamericanos, disminuyendo el diferencial de tipos de interés entre México y Estados Unidos; diferencial que, como ya se ha señalado, había contribuido a atraer capital extranjero a México.

En definitiva, si se observa el nivel de reservas en divisas del banco central, puede verse que el drenaje de reservas comenzó una vez estallados los problemas políticos y cuando la Reserva Federal decidió elevar los tipos de interés; la caída del índice bursátil comenzó más o menos a la vez que el drenaje de reservas y los tipos de interés mexicanos no se elevaron hasta pasadas varias semanas.

Rozo (2003) coloca a la Bolsa de Valores como otra opción de contenedor financiero. Los excedentes monetarios se depositan en este mercado haciendo que las acciones en circulación aumenten de precio aunque la actividad productiva no se mueva en la misma dirección. Éste es el significado, dice Rozo, del auge bursátil que hizo que las acciones en circulación incrementaran su valor de 31,927 millones de pesos en 1988 a 641, 461 millones de pesos en 1994. posteriormente legó hasta 1'262,469 millones de pesos en 1997 para caer en 1998 (Rozo, 2003). Se da así un crecimiento de 3,954 % nominal once años a una tasa promedio anual de 360%.

---

<sup>63</sup> Carlos A. Rozo (2003) afirma que la especulación cambiaria como un contenedor financiero fue menos importante en México dado que la estructura de tipos relativamente fijos hasta 1994 no permitía su uso. El movimiento hacia tipos flexibles desde diciembre de 1994 creó las condiciones para convertirlo en una opción más viable.

Además de defender el valor del peso mediante la venta de reservas, las autoridades dejaron aumentar los niveles de los tipos de interés, con el fin de recuperar la confianza de los inversores sin tener que agotar las reservas. Por ejemplo, el tipo de interés sobre los CETES a largo plazo pasó de 10,31% en marzo a 15,92% el mes siguiente (Banxico, 1995). El 20 de diciembre de 1994 las autoridades monetarias decidieron devaluar el peso un 15%, ante la imposibilidad de defender su valor. Entre los días 20 y 22 de diciembre las reservas se agotaron prácticamente. El día 20 eran de algo más de 10,000 millones de dólares y dos días más tarde ya se situaban en menos de 6,000 millones. Así que, el 22 de diciembre, México abandonó su régimen cambiario y dejó flotar la moneda, con lo que el tipo de cambio del peso se disparó de 3,4498 pesos por dólar a final de noviembre a 5,3250 pesos por dólar a finales de diciembre (Banxico, 1995, Espinosa y Russell, 1996).

Según el marco teórico visto con anterioridad en esta tesis, el aumento del riesgo de crisis, sumado al cambio de expectativas de los agentes privados da lugar a uno o varios ataques especulativos que son los que determinan el estallido de la crisis financiera. Además, el cambio de expectativas de los agentes privados se divide en dos variables: 1) el cambio *per se* de las expectativas de los agentes privados y 2) el comportamiento de los fondos de inversión colectiva o agentes internacionales. Varios autores sostienen que la crisis de México en 1994 es, en parte, el resultado de un cambio de expectativas por parte de los inversores internacionales (Calvo y Mendoza, 1996; Sachs *et al.*, 1996). En otras palabras, parece que el aumento del riesgo de crisis descrito a lo largo de este capítulo no fue suficiente para desencadenar por sí sólo un ataque especulativo que diera lugar a una crisis financiera como la que sufrió México en 1994.

Por lo que respecta al comportamiento de los fondos de inversión colectiva, los inversores internacionales provocan un aumento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales, sí se ha hecho patente, en diversas ocasiones, su poder de mercado, su tendencia al *herding* o, en un sentido más amplio, al *feedback trading*. Por último y por lo que respecta al cambio *per se* de las expectativas de los agentes privados, los dos principales factores fueron el

aumento de los tipos de interés en Estados Unidos y la creciente inestabilidad política en México.

### **5.3 Proceso de extranjerización**

Ya señalamos que las modificaciones del sistema financiero mexicano fueron un componente esencial del proceso de reforma estructural, señalamos también que el proceso de liberalización financiera en México tomó un ritmo acelerado y que sólo tomo tres años para llegar a la desregulación completa de los tipos de interés y la privatización del sistema bancario. En este último tema también hubo cambios a partir de 1991 y 1992, que fue cuando se inició el proceso de privatización, que ya hemos abordado con anterioridad. Por desgracia, tampoco la privatización no fue suficiente para contar con un sistema financiero eficaz, las exigencias de la economía internacional demandan mucho más, y se señaló con anterioridad la ineficiencia mostrada en el sector.

Ahora bien, el origen de la crisis bancaria mexicana se remonta a la reforma financiera emprendida desde 1989, cuando se procedió a quitar las regulaciones existentes sobre las tasas de interés y colocación del crédito; a la privatización acelerada de los bancos y a la apertura del mercado financiero a los flujos de capital extranjero (Correa, A). En muy corto plazo, entre 1989 y 1994, las elevadas tasas de interés reales, junto con la enorme entrada de capitales extranjeros al mercado financiero se tradujeron en una dinámica expansión del crédito. Elevadas tasas de interés, acompañadas de descenso en el ritmo inflacionario e importantes expectativas de crecimiento económico que sembró el Tratado de Libre Comercio de Norteamérica, se convirtieron en un incremento del crédito, pero en particular del refinanciamiento del principal y de la capitalización de los intereses devengados.

Es así como surge el proceso de extranjerización, iniciado en la administración del presidente Ernesto Zedillo Ponce de León (1994-2000). La privatización de la banca en México, formó parte de una estrategia para que respondiera a las transformaciones de intermediación bancaria con el mundo. Los bancos ya no sólo reciben depósitos y prestan dinero, si no que ahora se han

convertido en emisores de valores, junto con empresas privadas y el propio gobierno. Pero a la vez, se pretende que los bancos sean universales en los mercados, a fin de que no existan trabas para las transacciones comerciales y financieras.

Ello se da en un marco de reformas donde, el expresidente Zedillo, define dos medidas: 1) potencializar la capitalización vía emisión de títulos de deuda a un plazo mínimo de 10 años y acceder de esta manera a la financiación exterior; 2) que sean los propios bancos los que asuman el riesgo de su crecimiento, orillándolos a adoptar principios contables internacionales. Por su parte los bancos contemplaron una serie de acciones para lograr su recapitalización, entre ellas, la venta parcial o total de acciones, conversaciones con bancos extranjeros para lograr recursos frescos, mientras que para otros, el gobierno, a través de Instituto de Protección al Ahorro Bancario (IPAB), los trató de apuntalar.

Por su parte, el rápido proceso de privatización bancaria, sucedido en el curso de 18 meses, llevo a un dinámico reposicionamiento en el mercado de los bancos y con ello a una modificación de su cartera de clientes, de sus estrategias para la administración de sus balances y a un incremento notable de las operaciones interbancarias como fuente de liquidez fundamental. Todo ello contribuyó a elevar los márgenes de intermediación y a acelerar el crecimiento del crédito mismo con la capitalización de los intereses. Ese aumento del crédito se convirtió solo parcialmente en incremento de la inversión productiva o en demanda agregada de productos nacionales durante 1991-1994.

Las altas tasas de interés se acompañaron de elevados márgenes y ambos fueron también un incentivo para la obtención de recursos por parte de algunas empresas y bancos mexicanos en el exterior, con tasas sustancialmente menores y con expectativas de deslizamiento cambiario estables. Por ello, algunas de las mayores empresas mexicanas y los bancos se encontraron con elevados pasivos, incluso de corto plazo, en moneda extranjera de muy costoso refinanciamiento, cuando se sucede la devaluación de diciembre de 1994. La devaluación de casi 100%, junto con la elevación de las tasas de interés al inicio de 1995 generó un desbalance cambiario y crediticio en la operación de los bancos y de las mayores

empresas, solamente en el caso de los bancos podría estimarse superior a los 25 mil millones de dólares (Correa, A).

Sin embargo, aún antes del estallido de la crisis de 1994, la cartera vencida de los bancos superaba su capital contable, posteriormente con el desbalance procedente de la devaluación y de la elevación de las tasas de interés, los bancos pasaron de la quiebra técnica a la quiebra plena. Su operación fue haciéndose cada día más costosa, pues el refinanciamiento de sus posiciones en el mercado interbancario se elevaron y la sobretasa pagada por sus pasivos en moneda extranjera llegó incluso a los mil puntos base (Correa, A). Además, el riesgo de un pánico generalizado, en condiciones de la libertad cambiaria impuesta por el Fondo Monetario Internacional (FMI), impedía que cualquier medida de estabilización tuviese éxito.

En 1994 emerge la crisis del sistema bancario mexicano, derivada cuando personas físicas y morales se vieron imposibilitadas de pagar sus deudas por la devaluación del Peso y el disparo de las tasas de interés, pero a ello se suman una serie de irregularidades en cuanto a la administración de los bancos, entre ellos: autopréstamos, préstamos cruzados, operaciones con empresas fantasmas y desviación de fondos, entre otras, merced a ello se implementa un proyecto que reestructure a la banca, se crea así el Fondo Bancario Para Protección del Ahorro (FOBAPROA)<sup>64</sup>, para cubrir un monto de 552 mil millones de pesos, del que sólo era recuperable únicamente el 30 por ciento. El titular de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, en esas fechas, observó que de los 18 bancos intervenidos, 13 se fueron a la quiebra total; mientras que para la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), de los 500 mil créditos que obran en poder de FOBAPROA, unos 400 pertenecen a grupos económicos y representan el 50 por ciento de los pasivos, cuyas deudas superan los 50 millones de pesos.

Los primeros meses de 1995 fueron un momento crucial para el futuro de la banca y de la economía mexicana. El riesgo de caer nuevamente en una moratoria, así fuese involuntaria, en la deuda externa era inminente debido al elevado monto

---

<sup>64</sup> FOBAPROA. Crónica del Debate Parlamentario en <http://www.cddhcu.gob.mx/cronica57/contenido/cont2/fobapro3.htm>

de los vencimientos de deuda que debían ser pagados o refinanciados, estimados para ese año en más de 50 mil millones de dólares. De ahí la posición del gobierno estadounidense que aprobó, incluso sin el consentimiento de su Congreso, una línea de crédito desde la Reserva Federal garantizada con las ventas futuras de petróleo y convocó a gobiernos, instituciones financieras internacionales y a los bancos privados al refinanciamiento y disposición de nuevos fondos (Correa, A).

Este "paquete de rescate", sin embargo, condicionó las políticas instrumentadas para enfrentar la crisis bancaria, el rescate de los bancos y en todo caso el rescate de los deudores morosos. Así, la decisión de garantizar los depósitos por igual, incluso los depósitos interbancarios, la decisión de no proceder hacia un control parcial de cambios, la decisión de elevar las tasas de interés como fórmula de recuperar la "confianza" de los "inversionistas" extranjeros, la decisión de no intervenir sino parcialmente a algunos bancos, la decisión de no proceder al congelamiento parcial de los mayores depósitos, la decisión de no instrumentar el rescate de la banca por la vía de la nacionalización de algunos de los grupos bancarios. En todas estas decisiones tuvo una participación decisiva el FMI (Correa, A). Dichas condiciones giraron en torno a:

- i) Garantizar los depósitos existentes. De ahí la presencia del FOBAPROA, fondo creado inicialmente para garantizar el ahorro bancario frente a posibles quiebras, pero que fue completamente rebasado por ellas, que posteriormente se convirtió en el Instituto Nacional de Protección al Ahorro Bancario (IPAB).
- ii) No implementar un control parcial de cambios.
- iii) Intervención parcial de bancos.
- iv) Elevar las tasas de interés, para garantizar la confianza de los inversionistas extranjeros.
- v) No proceder a la congelación parcial de los mayores depósitos.
- vi) No buscar el rescate bancario a través de la nacionalización.

Estas decisiones, en particular la política de mantener elevados rendimientos en pesos para recuperar la "confianza" de los "inversionistas" extranjeros, fueron elevando las carteras vencidas de los bancos por un lado y por otro incrementando aceleradamente la masa de depósitos bancarios. Sólo el incremento de las tasas de interés que se impuso durante 1995, buscando rescatar la confianza de los inversionistas extranjeros y tratando de evitar la salida de capitales nacionales,

duplicó en unos meses los pasivos bancarios, condujo a la capitalización de intereses de muchos créditos cuyas garantías perdían valor al tiempo en que la economía se contraía. El mayor volumen del crédito se encuentra otorgado a los sectores empresariales de gran tamaño, mientras que un gran número de deudores bancarios pequeños y medianos empresarios y familias, tienen un pequeño monto de los activos totales de la banca.

Así, remover del balance de los bancos los activos improductivos tenía la mayor importancia, pero por su monto e impacto sobre las necesidades de conformación de reservas y capitalización, estos son un pequeño número de créditos de gran volumen. Resolver los problemas de los deudores pequeños y medianos, no alivia mayormente los balances bancarios, en tanto que sobre de estos la recuperación de garantías puede ser más expedita y además, la reestructuración y el descuento parcial con cargo a los contribuyentes ha sido una fórmula para facilitar la justificación gubernamental del rescate.

Así, la solución de traspaso de cartera de créditos, al tiempo que limpia los balances bancarios, evita los enormes requerimientos de capitalización, traslada también las pérdidas por descuentos o por insolvencia. Ese traspaso de cartera se resolvió a través del FOBAPROA. Dicho fondo fue capitalizado a través de deuda contingente del Gobierno Federal y en 1998 dicha deuda fue aprobada como deuda pública por el Congreso. El saneamiento de los bancos intervenidos, garantizando los depósitos que no tenían como contrapartida activos productivos (sino precisamente una enorme burbuja de intereses), con la compra de cartera a bancos y las garantías y capitalización de los bancos intervenidos, fueron convirtiéndose en una elevada masa de activos en manos del FOBAPROA con muy reducido precio en el mercado.

Los bancos recibieron a cambio bonos con garantía gubernamental y con rendimientos ajustables que se han mantenido en promedio en 10 puntos porcentuales por encima de la inflación. Por ello, en febrero de 1998 se estimaron los activos del Fobaproa en 552 mil millones de pesos y al finalizar el año en 750 mil millones, sin nuevas compras de carteras de los bancos, ello equivale a unos 200 mil millones de pesos en intereses capitalizados en sólo 10 meses. Así, es

claro que una gran parte de esos 750 mil millones de pesos son carteras de créditos que compró Fobaproa por improductivas y que ha crecido solamente por la capitalización de los intereses. Son activos que no tienen tras de sí ninguna garantía real, probablemente de un valor de mercado muy por debajo del valor en el balance. Mientras que para los bancos, muy pronto los bonos recibidos a cambio de activos improductivos serán liberados e irán teniendo mercado, de manera que los bancos irán descongelando parcialmente sus activos. Al mismo tiempo, el control extranjero de los bancos antes nacionales ha venido creciendo, aún antes de la aprobación de la ley que permite hasta el 100% de capital accionario extranjero en bancos (a finales de 1998), estos ya poseen más del 30% del mercado nacional.

Así, al finalizar la década de los noventa se sucede una rápida introducción de algunos grandes conglomerados financieros en algunos de los mayores países emergentes en crisis. Los esfuerzos de una reforma financiera para la región, que propone el FMI como estabilizadora, fueron sencillamente el cambio en la propiedad de las instituciones, incluyendo los bancos de depósito. Por supuesto, como en otras ocasiones, estas reformas se plantean como aquellas que alcanzarán un descenso en los costos de financiamiento y mayor seguridad a los ahorristas, un financiamiento estable para el desarrollo y la salida de la pobreza (Correa, A).

La expansión de consorcios financieros extranjeros en la segunda mitad de los años noventa sucede característicamente a través de la adquisición de bancos locales principalmente privados y también públicos. El ingreso de bancos construyendo su propia red ha sido bajo el modelo de banca al mayoreo, con pequeña participación en el mercado. Es decir, la mayor parte de la participación de mercado de los bancos extranjeros se obtuvo a través de adquirir la infraestructura y cartera preexistente, de manera que la inversión empezó a rendir flujos de efectivo, tamaño de activos y de mercado de inmediato. Fueron seis bancos globales los que se posicionaron en unos cuantos meses en la región: Citigroup, BBVA, BSCH, y en menor medida HSBC, AMRO y Scotiabank. (Vilariño, 2001a). En el cuadro 10 se observa la tendencia de la participación extranjera en los activos de la banca latinoamericana.

Cuadro 10. Participación de la Banca Extranjera en los Activos de la Banca Latinoamérica 1990-2001 (%)					
	1990	1994	1999	2000	2001
Argentina	10	18	49	49	61
Brasil	6	8	17	23	49
Chile	19	16	54	54	62
Colombia	8	6	18	26	34
México	n.s.	1	19	24	90
Perú	4	7	33	40	61
Venezuela	1	1	42	42	59

Fuente: CEPAL, La inversión extranjera en América Latina y el Caribe, 2002, tomado de Correa (B).

En los últimos años más del 90 por ciento de los activos bancarios, está en manos de instituciones extranjeras en México. Al respecto Jesús Silva Herzog, ex Secretario de Hacienda y Crédito Público, al señalar en el Seminario: “La Inversión Extranjera en el Sector Financiero Mexicano”, organizado por el Instituto de Investigaciones Jurídicas de la UNAM, que “la extranjerización de los bancos es uno de los más graves errores históricos que hemos cometido en el país”. Mientras que para el también ex Secretario de Hacienda y Crédito Público, David Ibarra Muñoz, “el libertinaje financiero en el país, ha llevado a la banca a convertirse más en una rémora que en un apoyo al desarrollo nacional”, observó que “del proteccionismo financiero se pasó al libertinaje financiero y hoy en día la banca está convertida en una banca de segundo piso a la que le han quitado las alas para cumplir con su función de promover el desarrollo productivo del país”<sup>65</sup>.

Así, de entre los mayores 50 bancos en los países latinoamericanos, 21 de ellos ha pasado a tener inversión extranjera mayoritaria o se ha convertido en subsidiaria de algún banco extranjero. En general, los problemas relativos a la inestabilidad cambiaria no han encontrado solución en los mercados con importante presencia de banca extranjera como Argentina y Uruguay, en todo caso las pérdidas se transfieren por diversos mecanismos a los presupuestos gubernamentales o simplemente a cargo de los ahorristas y deudores. Nuevos episodios de fragilidad financiera son inevitables, incluso en condiciones de amplia presencia de intermediarios financieros extranjeros. Cuando los bancos de

<sup>65</sup> Aviléz, Karina. “Califica Silva Herzog las conmociones del sistema bancario de novela de terror”, en el periódico La Jornada del 4 de Marzo de 2004.

depósito mayoritariamente son subsidiarias de bancos extranjeros, los gobiernos poseen menos instrumentos para enfrentar los posibles “choques externos” y sus consecuencias sobre el ritmo de la actividad económica. Por lo demás, la región aún no ha podido constatar la afirmación de que dichas subsidiarias traerán consigo un mayor volumen de financiamiento a costos más competitivos y menos aún que los depositantes vean crecer sus ahorros con tasas reales atractivas.

Al parecer las dudas planteadas por la Dr. Eugenia Correa (A) con respecto al rescate bancario y la posterior privatización del sector siguen vigentes al señalar lo siguiente:

“No es fácil entender por qué debemos pagar capital e intereses de una deuda que no nos hemos gastado?. Más difícil ha resultado aún para las autoridades financieras explicar ¿por qué el rescate de los "ahorristas" alcanza a la fecha [1999] más de 800 mil millones de pesos, cuando al inicio de la crisis la cartera vencida era de 43 mil millones? ; o bien ¿por qué debemos los mexicanos de asumir dicha deuda para "rescatar" al sistema bancario cuando éste continua quebrado? ¿por qué "rescatar" a una banca quebrada, cuando 75 millones de mexicanos no son cuenta-habientes, ni ahorristas ni deudores?. Más aún, ¿por qué debemos pagar, disponiendo del presupuesto público, intereses por una deuda que no ha contribuido al bienestar de quienes pagaremos por ella?. Incluso, cuesta entender ¿por qué los bancos están pasando a manos extranjeras, cuando también los bancos extranjeros han enfrentado quiebras y pueden hacerlo en el futuro?. O bien, ¿por qué serán capitales extranjeros los que se beneficien de la rentable actividad bancaria?. Finalmente, si los mexicanos hemos de sacrificarnos para rescatar la actividad bancaria, ¿por qué no participamos como sus propietarios y principales usufructuarios? La historia bancaria y financiera de esta crisis todavía está escribiéndose, las formas de resolución que ésta adopte sellarán el futuro no sólo del financiamiento de la actividad económica, sino el futuro por varias décadas de México”.

## Conclusiones

A lo largo de este trabajo se ha mencionado cómo a partir del cambio en el sistema monetario y financiero internacional, que se da con la ruptura de los acuerdos de Bretton Woods, se han modificado las tendencias de los flujos internacionales de capital por lo que se requiere configurar una nueva arquitectura internacional. Se ha dicho también cómo la liberalización financiera y la desregulación, que pueden encontrar su origen en el Consenso de Washington, aunado a la innovación financiera y al nuevo papel de los intermediarios financieros, son la causa de la crisis financiera internacional.

Posteriormente se señalaron algunas posiciones teóricas con respecto a lo qué son las crisis y formamos una posición de que la globalización financiera puede dar lugar al deterioro de los balances bancarios en economías emergentes por dos vías, la interna y externa, asimismo se analizan casos de crisis recurrentes en diversos países. Como último capítulo, con dicha posición teórica, se acepta la hipótesis central de esta tesis que afirma que las recurrentes crisis en la década de los noventa, con la experiencia de la globalización financiera, han dado muestras de que la afluencia de capitales (principalmente norteamericanos) al país constituye una importante fuente de perturbaciones macroeconómicas ya que los flujos de capital extranjeros son muy volátiles y las grandes fluctuaciones de esos flujos no se deben solo a factores externos a México sino también a problemas internos (estructurales).

En este sentido, hay que señalar que varios autores<sup>66</sup> (Stiglitz, Puyana, Radelet y Sachs, Chapoy, Correa, Huerta) apuntan hacia el hecho de que el FMI, como tal, ha sobrepasado sus funciones y ha contribuido a acentuar la

---

<sup>66</sup> Calva (2000), por su parte, señala que en realidad no existe ni ha existido un paraíso neoliberal en ninguna parte del mundo y que, por tanto, México debe idear soberanamente sus propios estilos de inserción en los procesos globales. En política económica, nos dice el autor, lo que cuenta es el cómo; y lo realmente valioso es la elección con conocimiento de causa del camino más certero. Así, Calva (2000) resalta los siguientes seis retos de política económica: 1) Evitar las crisis financieras recurrentes y las macrodevaluaciones; 2) lograr estabilidad de precios sostenible; 3) lograr un crecimiento económico sostenido; 4) elevar de manera sostenida el nivel de bienestar de los estratos menores de ingresos y de la clase media; 5) superar las profundas desigualdades estructurales de la economía mexicana, la desarticulación interna de la planta productiva y las profundas asimetrías en el desarrollo regional; 6) Elevar la eficiencia y eficacia de las instituciones del Estado.

gravedad de la crisis, por lo que se plantea el establecimiento de un nuevo orden monetario internacional. También, puede concluirse que las variables que han demostrado desempeñar un papel relevante en la unión de las variables “globalización financiera” y “crisis financiera” –tanto desde una perspectiva teórica como desde el punto de vista empírico–, y que además se pueden combatir con medidas de política económica, son las cuatro siguientes: la globalización financiera, el régimen de tipo de cambio fijo o semi-fijo, la baja calidad del sistema de regulación y supervisión de la actividad financiera local y la ausencia de controles a la entrada de capital.

Con respecto al diseño o no de una nueva arquitectura financiera internacional, los especialistas no se ponen de acuerdo en cuáles deberían ser los objetivos de esta nueva arquitectura en caso de que se emprendiera la reforma de la actual. Se considera, por tanto, que sí debería reformarse la arquitectura financiera internacional y que dicha reforma pasa necesariamente por una reforma institucional, ya que con esta reforma se evitaría el aumento desmesurado y el movimiento descontrolado de la liquidez internacional.

Y la solución a este problema está o bien en la creación de un organismo público supragubernamental cuya función sea vigilar estos movimientos de capital o bien en la asignación de esta función a un organismo preexistente. Sin embargo, señala Puyana (2002), para que esto ocurra serían necesarias varias crisis más que afecten severamente el centro mismo del sistema.

Con respecto a los tipos de cambio, una probable solución es crear monedas regionales similares al euro. Pero la creación de una moneda única regional es un proceso largo que debe superar numerosas trabas tanto de carácter económico como de naturaleza política. Mientras, por estos motivos, las monedas regionales no sean una alternativa plausible, parece que el segundo óptimo está en el ancla blanda, sobre todo con vinculación a una cesta de monedas, y especialmente si se combina con otras medidas de política económica que ayuden a contrarrestar sus efectos en la calidad de las entradas de capital.

Por el lado de la mejora de los sistemas de regulación y supervisión de la actividad financiera ésta es, quizá, la medida más importante para evitar los

efectos de la globalización en la fragilidad financiera de las economías emergentes, por el gran número de problemas que se solucionan con ello. Además, la mejora del control de la actividad financiera no supone los problemas políticos que suponen, por ejemplo, la reforma de la arquitectura financiera internacional o la creación de una moneda única regional. Es decir, existe cierto consenso entre especialistas, gobiernos y organismos internacionales sobre la importancia y las bondades de adoptar esta medida. No obstante, para establecer un sistema eficaz de regulación y supervisión de la actividad financiera, es necesario dotar de recursos económicos, técnicos y humanos de los que no siempre disponen las economías emergentes. Además, está el problema de la merma de la eficacia de la regulación y supervisión generada por el uso de productos financieros derivados.

Con respecto a este último problema, la solución está en hacer un mejor seguimiento del uso de derivados. Y en cualquier caso, los estudios empíricos que han analizado el efecto de la mejora de los sistemas de regulación y supervisión han puesto de manifiesto que dicha mejora reduce la fragilidad financiera y el riesgo de crisis financiera de los países que la llevan a cabo, lo que significa que su eficacia no queda del todo anulada con el uso de derivados. El uso de derivados financieros también amenaza la eficacia de los controles de capital. Asimismo, para implantar estos controles también se deben superar obstáculos políticos. Por ejemplo, para que un control como la tasa Tobin –propuesta por James Tobin en 1972- fuera plenamente eficaz, habría que aplicarlo en todos los países que registran entradas y salidas de capital y, además, suspender el uso de derivados ya que éste mermaría seriamente su eficacia. Sin embargo, hay otro tipo de controles de capital que no se ven afectados por estos problemas en la misma medida. Un buen ejemplo de ello es el encaje chileno. Su eficacia quedó demostrada con la disminución de las entradas de capital volátil en Chile durante los años en que estuvo implantado. En cualquier caso, para evitar los problemas de la eficacia de los sistemas de regulación y supervisión de la actividad financiera y de los controles de capital, habría que establecer un sistema de regulación y supervisión de los derivados financieros.

Por todo esto, la regulación y supervisión de los derivados financieros debe empezar por una mejor y mayor recopilación de información sobre el uso de los mismos. Mientras el diseño de una nueva arquitectura financiera internacional y la creación de monedas regionales sean poco viables políticamente y económicamente, las autoridades de las economías emergentes deberían centrar sus esfuerzos en mejorar los sistemas de regulación y supervisión de la actividad bancaria y del uso de derivados financieros y en implantar controles de capital manteniendo regímenes fijos o semi-fijos en los que el ancla está formada por una cesta de monedas.

No obstante, mientras siga aumentando el movimiento de los capitales golondrinos a escala internacional, las medidas nacionales serán insuficientes para contener los efectos de la globalización financiera en las economías emergentes receptoras de capital extranjero. Resulta, pues, imprescindible el diseño de respuestas de política económica en un ámbito supranacional.

En síntesis, de lo visto en esta tesis puede concluirse que la globalización financiera desempeña un papel destacado en el origen de las crisis financieras sufridas por economías emergentes. La globalización financiera puede conducir al estallido de una crisis financiera en una economía emergente por medio de un proceso que puede dividirse en dos etapas. En una primera etapa, la globalización financiera provoca el aumento del riesgo de crisis en la economía, ya que el aumento de los flujos de capital y de la liquidez internacionales incide en un incremento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales. Además, la liberalización financiera emprendida por la economía emergente genera una serie de mecanismos que dan lugar al deterioro de los balances bancarios de dicha economía. El aumento de la incertidumbre y/o el deterioro de los balances bancarios suponen un aumento de la vulnerabilidad financiera de la economía emergente.

En una segunda etapa, el proceso de globalización financiera coadyuva, a través de la vía externa, a que los ataques especulativos tengan la fuerza suficiente para provocar, en esta situación de vulnerabilidad financiera, una crisis financiera de la magnitud de la que sufrió México en 1994. De hecho, se puede afirmar que el

actual proceso de globalización financiera iniciado en los años setenta es una de las principales causas del estallido de la crisis financiera de 1994 en México. Así, sin perjuicio de que intervinieran otros factores adicionales, puede afirmarse que la globalización financiera contribuyó a provocar las crisis de México, incidiendo en el deterioro de los balances de sus respectivas redes financieras a través de la liberalización descontrolada de la cuenta de capitales y permitiendo, con el vertiginoso aumento de los flujos de capital a escala internacional, que los cambios de expectativas de los agentes financieros provocaran ataques especulativos de tal envergadura que dieran lugar a crisis financieras.

Las medidas que pueden ayudar a evitar las crisis recurrentes se pueden resumir en la mejora de los sistemas de regulación y supervisión de la actividad bancaria y financiera de las economías emergentes, diseño e implantación de controles a la entrada de capitales y una mejor y mayor supervisión y regulación del uso de derivados financieros. Además, resulta imprescindible renovar los esfuerzos para diseñar y llevar a cabo la reforma de la actual arquitectura financiera internacional, ya que ésta es la única vía para contener el volumen y la naturaleza volátil de los flujos de capital a escala internacional. Por otra parte, por lo que respecta a la política cambiaria, parece que los esfuerzos dirigidos a la creación de más monedas regionales de las características del euro son, desgraciadamente y hoy por hoy, la única alternativa fiable a los regímenes cambiarios fijos y semi-fijos.

Sin embargo, para poder anular el papel de la globalización financiera en el origen de crisis financieras como la que sufrió México en 1994, no basta la investigación económica. Mientras no se venzan los obstáculos políticos y sociales que frenan o incluso anulan el diseño de una nueva arquitectura financiera internacional o la aplicación, a escala internacional, de controles de capital que protejan a las economías más frágiles de los movimientos de capital líquidos, la investigación sobre variables económicas será inútil.

Como una propuesta alternativa de solución a las perturbaciones macroeconómicas ya señaladas se puede sugerir que éstas se resolverían con la creación de ahorro interno, que se generaría a través de la aplicación de políticas

regionales integrales que promuevan el fortalecimiento del mercado interno, a través de eslabonamientos de las cadenas productivas nacionales con el sector externo, así como la eficiente transferencia de dicho ahorro hacia la inversión productiva para el desarrollo regional y una diversificación del comercio exterior de México.

La globalización sugiere cambios estructurales en todas las economías y ha revestido el interés por las economías regionales y locales (Rózga, 2001). El proceso de globalización de la economía y la comunicación ha cambiado nuestras formas de producir, consumir, gestionar, informar y pensar (Borja y Castells, 1997: 21). En esta investigación observamos como la globalización financiera trajo consigo desequilibrios que desembocan en crisis y, por tanto, se considera que es necesario el redimensionamiento del término desarrollo regional, en el que nos coloca la globalización. Es necesario resaltar a nuevos actores representados básicamente por las empresas y las estrategias del capital privado quienes definen en última instancia las formas, ritmos de crecimiento y articulación de los territorios (Delgadillo, Gasca y Torres, 2001: 54).

Los planteamientos de esta tesis sugieren que el mercado carece de un enfoque social y desconoce la presencia de externalidades, bienes públicos y obstáculos estructurales del desarrollo (Villarreal (2000), por tanto el gobierno tiene un papel preponderante en el establecimiento de mecanismos democráticos que promuevan el desarrollo. Sin embargo, los gobiernos locales se enfrentan a una paradoja ya que, por una parte, la globalización revaloriza el papel de los gobiernos locales, mientras que las grandes actuaciones complejas pero muy localizadas requieren precisamente instituciones y entidades políticas adheridas al territorio.

En la actualidad, el desarrollo regional se presenta para el país como un instrumento más capaz de promover una mayor participación social y un mayor crecimiento económico dentro de las regiones. Es por esto que en la habilidad para diseñar políticas de desarrollo regional, que permitan a las regiones ser competitivas en la atracción de capital y participación en los mercados de productos y servicios, se encuentra el reto para revertir las categorías de regiones

perdedoras a ganadoras en las regiones del país (Delgadillo, Gasca y Torres, 2001) y generar así un mejor equilibrio y mayor equidad económica. Temas que, sin embargo, quedan pendientes por investigar pero que se dejan señalados como posibles y potenciales para el desarrollo de México.

## Fuentes de información

### Hemerográfica

- Akyüz, Yilmaz (2000), "The Debate on the International Financial Architecture: Reforming the Reformers", *UNCTAD Discussion Papers*, n° 148, UNCTAD, abril.
- Banco de México (1992), *The Mexican Economy*, Banco de México, México
- Banco de México (1995), *The Mexican Economy*, Banco de México, México
- Blaine, Michael James (1998), "Déjà Vu All Over Again: Explaining Mexico's 1994 Financial Crisis", *The World Economy*, vol. 21, n° 1, enero, pp. 31-55.
- Calvo, Guillermo A. y Enrique G. Mendoza (1996), "Mexico's Balance-of-Payments Crisis: a Chronicle of a Death Foretold", *Journal of International Economics*, vol. 41, n° 3-4, diciembre, pp. 235-264.
- Carter, Michael (1989), "Financial Innovation and Financial Fragility", *Journal of Economic Issues*, vol. XXIII, n° 3, septiembre, pp. 779-793.
- Clift, Jeremy, (2003), "Más allá del Consenso de Washington" en *Finanzas y Desarrollo*, FMI, Volumen 40, No. 3, septiembre de 2003, Washington, D.C.
- Correa, Eugenia (B), *Banca extranjera en América Latina*, documento disponible en [www.redcelsofurtado.edu.mx](http://www.redcelsofurtado.edu.mx)
- Correa, Eugenia, (1998a), "Liberalización y desregulación financiera en México" Ponencia presentada en el Seminario "La Integración Monetaria en América Latina y las Lecciones que se pueden sacar para Europa". Universidad de Marne - La - Vallée e ISMEA, 16 - 17 marzo de 1998.
- Croddett, Andrew (1995), "Financial Innovation: Macro-economic and Macroprudential Consequences", *Kredit und Kapital*, vol. 28, n° 1, 1er trimestre, pp. 46-61.
- Das, Dilip K., (1998), "Flows and Runs: Capital and Speculation in Emerging Market Economies", *APSEM Working Papers*, n° DI 98/3, Australian National University.
- Dornbush, Rudiger y Alejandro Werner (1994), "Mexico: Stabilization, Reform and No Growth", *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, Brookings Institute.
- Eatwell, John (1996), "International Capital Liberalisation: The Impact on World Development", *CEPA Working Papers*, serie 1, n° 1, New School for Social Research, octubre.
- Espinosa, Marco y Steven Rusell (1996), "The Mexican Economic Crisis: Alternative Views", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta, vol. 81, n° 1, enero-febrero, pp. 21-44.
- Fondo Monetario Internacional, (1992), *Informe: reestructuración de los mercados internacionales de capital*, Boletín, Washington
- Fraga Neto, Arminio, (2000), "Política monetaria durante la transición a un tipo de cambio flotante. La experiencia de Brasil" en *Finanzas y Desarrollo*, FMI, Volumen 37, No. 1, marzo de 2000, Washington, D.C.
- Gil-Díaz, Francisco (1998), "The Origin of Mexico's 1994 Financial Crisis", *TheCato Journal*, vol. 17, n° 3, invierno, pp. 303-313.

- Girón, González, Alicia (1998), “Crisis financieras y crisis bancarias”, ponencia presentada en el Seminario *La Integración Monetaria en América Latina y las Lecciones que se pueden sacar para Europa*. Universidad de Marne - La - Vallée e ISMEA, 16 - 17 marzo de 1998.
- Glyn, Andrew y Bob SUTCLIFFE (1999), “Still Underwhelmed: Indicators of Globalization and their Misinterpretation”, *Review of Radical Political Economics*, vol. 31, n° 1, marzo, pp. 111-132.
- Gómez Alcázar, Eduardo (1995), “Algunas consideraciones sobre los derechos y obligaciones de México como miembro de la OCDE”, *Idea Económica*, n° 4, febrero, marzo, abril.
- Gruben, William C. y Robert McComb (1997), “Liberalization, Privatization, and Crash: Mexico’s Banking System in the 1990s”, *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Dallas, 1er trimestre, pp. 21-30.
- Gutián, Manuel, (1999), “Repercusiones de los flujos internacionales de capital en la política económica”, en *Finanzas y Desarrollo*, FMI, Volumen 36, No. 1, marzo de 1999, Washington, D.C.
- Häusler, Gerd, “La mundialización de las finanzas”, en *Finanzas y Desarrollo*, FMI, Volumen 39, No. 1, marzo de 2002, Washington, D.C.
- Huerta, Carlos y Pureco, Alfredo, (2003), “Teoría económica: Crisis bancaria y financiera, un problema no resuelto para el caso de México” ponencia presentada en el *Seminario Institucional de Economía Financiera*, celebrado del 2 al 4 de Septiembre de 2003 en el Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM, México.
- Kregel, Jan A. (1998a), “Yes, ‘It’ Did Happen Again. A Minsky Crisis Happened in Asia”, *Jerome Levy Institute Working Paper*, n° 234, The Jerome Levy Institute of Bard College, abril.
- López-Mejía, Alejandro, (1999), “Grandes flujos de capital. Causas, consecuencias y opciones de política”, en *Finanzas y Desarrollo*, FMI, Volumen 36, No. 3, septiembre de 1999, Washington, D.C.
- Lustig, Nora C. y Jaime Ros (2000), “Trade and Financial Liberalization with Volatile Capital Flows: Macroeconomic Consequences and Social Impacts in Mexico during the 1990s”, *CEPA Working Papers*, serie 1, n° 18, New School for Social Research, febrero.
- Mántey, G. (1998), “Desregulación y protección al banco central” en *Economía Informa*, número 265, marzo, UNAM, México.
- McKinnon, Ronald I. y Huw Pill (1997), “Credible Economic Liberalizations and Overborrowing”, *The American Economic Review*, vol. 87, n° 2, mayo, pp. 189-203.
- McKinnon, Ronald I. y Huw Pill (1999), “Exchange-Rate Regimes for Emerging Markets: Moral Hazard and International Overborrowing”, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 15, n° 3, otoño, pp. 19-38.
- Mishkin, Frederic S. (1996), “Understanding Financial Crises: a Developing Country Perspective”, *NBER Working Papers*, n° 5600, mayo.
- Mishkin, Frederic S. (1996), “Understanding Financial Crises: a Developing Country Perspective”, *NBER Working Papers*, n° 5600, mayo.
- Mishkin, Frederic S. (1998), “International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability”, *NBER Working Papers*, n° 6390, enero.

- Mishra, Deepak, Mody, Ashoka y Panini Murshid, Antu, (2001), “Los flujos de capital privado y el crecimiento” en *Finanzas y Desarrollo*, FMI, Volumen 38, No. 2 Junio de 2001, Washington, D.C.
- Palazuelos, Enrique (2001), “Desequilibrio externo y crecimiento económico en México, una perspectiva de largo plazo”, *Información Comercial Española (ICE)*, n° 795, noviembre-diciembre, pp. 9-36.
- Pezzini, Mario, (2004), “Mejorar las perspectivas de un desarrollo integral: reducción de las disparidades regionales” en OCDE, *Políticas Públicas para un mejor desempeño económico*, Foro OCDE, México
- Pou, Pedro, (2000), “La reforma estructural argentina en la década de 1990” en *Finanzas y Desarrollo*, FMI, Volumen 37, No. 1, marzo de 2000, Washington, D.C.
- Radelet, Steven y Sachs, Jeffrey D., (1998), “The East Asian Financial Crises: Diagnosis, Remedies, Prospects” en *Brookings Papers on Economic Activity*, no. 1, New York.
- Reisen, Helmut (1999), “After the Great Asian Slump: Towards a Coherent Approach to Global Capital Flows”, *Policy Brief* n° 16, OECD Development Centre, OCDE, enero.
- Ros, Jaime (1999), “From the Capital Surge to the Financial Crisis and Beyond: the Mexican Economy in the 1990s”, documento presentado en el seminario *Preventing Financial Crises: Lessons from ‘Successful’ Emerging Economies*, ECLAC, Santiago de Chile, septiembre.
- Shafer, Jeffrey R. (1987), “Managing Crises in the Emerging Financial Landscape”, *OECD Economic Studies*, n° 9, otoño, pp. 55-78.
- Sias, Richard W. (1996), “Volatility and the Institutional Investor”, *Financial Analysts Journal*, vol. 52, n° 2, marzo-abril, pp. 13-20.
- Sidorenko, Tatina, (1998), “La crisis financiera en Rusia: causas y perspectivas de solución” en *Momento Económico*, núms. 99/100, septiembre-diciembre, IIEc-UNAM, México.
- Stiglitz, J., (1999), "Knowledge for Development: Economic Science; Economic Policy, and Economic Advice" en The World Bank, (1999) *Annual World Bank Conference on Development Economics 1998*. Washington.
- Stiglitz, Joseph E. (1999), “Reforming the Global Economic Architecture: Lessons from Recent Crises”, *The Journal of Finance*, vol. 54, n° 4, agosto, pp. 1508-1521.
- Stiglitz, Joseph E. (2000), “Lo que aprendí de la crisis económica mundial”, en *Momento Económico*, IIEc-UNAM, Número 108, marzo-abril 2000, México.
- Stuart, R. (1995), “The efficiency of financial systems, liberalization and economic development”, en *Journal of Postkeynesian Economics*, vol. 18, núm. 2.
- Swoboda, Alexander, (1999), “Reforma de la arquitectura financiera internacional”, en *Finanzas y Desarrollo*, FMI, Volumen 36, No. 3, septiembre de 1999, Washington, D.C.
- UNCTAD (2001), *World Investment Report: Promoting Linkages*, UNCTAD, Nueva York y Ginebra.
- UNCTAD (2001a), *Trade and Development Report*, 2ª parte: “Global Trends and Prospects. Financial Architecture”, UNCTAD, Nueva York y Ginebra.

- Vilariño Sanz, Angel (2001a), “La presencia de los bancos españoles en la economía mexicana”, en *Información Comercial Española*, No. 795, Madrid, Ministerio de Economía, diciembre.
- Williamson, John, “Reseña sobre el Consenso de Washington y sugerencias sobre los pasos a dar” en *Finanzas y Desarrollo*, FMI, Volumen 40, No. 3, septiembre de 2003, Washington, D.C.

## Bibliográfica

- Aspe, Pedro (1993), *Economic Transformation: the Mexican Way*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, caps. 2 y 3, pp. 60-176.
- Borja, J y M. Castells, (1997), *Local y global. Le gestión de las ciudades en la era de la información*, UNCHS, Grupo Santillana de Ediciones, Madrid.
- Calva, José Luis, (2000), *México más allá del Neoliberalismo. Opciones dentro del cambio global*, Plaza y Janés, México.
- Correa, Eugenia (A), *Crisis y rescate bancario en México*, documento disponible en [www.redcelsofurtado.edu.mx](http://www.redcelsofurtado.edu.mx)
- Correa, Eugenia, (1992), *Los mercados financieros y la crisis en América Latina*, IIEc-UNAM, México.
- Correa, Eugenia, (1998), *Crisis y desregulación financiera*, UNAM-IIEc-Siglo XXI, México.
- Correa, Eugenia, (2000), “Inversionistas institucionales en un mercado financiero global” en Mantey de Anguiano, G. Y Levy Orlik, Noemí (coordinadoras), (2000), *De la desregulación financiera a la crisis cambiaria: experiencias en América Latina y el sudeste asiático*, UNAM-ENEP Acatlán – DGAPA, México.
- Correa, Eugenia, Girón Alicia, Martínez Ifigenia, (1999) “Introducción” en Correa Eugenia, Girón Alicia, Martínez Ifigenia (comp.), (1999), *Globalidad, crisis y reforma monetaria*, UNAM-IIEc, UAM, CELAG, México
- Delgadillo Macías, Javier (coordinadores), (2002) *Iracheta Cenecorta, Alfonso, Actualidad de la investigación regional en el México Central*, CRIM-UNAM-Colegio Mexiquense-El Colegio de Tlaxcala-Plaza y Valdes, México
- Galindo, Luis Miguel y Guerro, Carlos, (2000), “El impacto de la liberalización financiera sobre el ahorro privado en México, 1980-1998” en Mantey de Anguiano, G. Y Levy Orlik, Noemí (coordinadoras), *De la desregulación financiera a la crisis cambiaria: experiencias en América Latina y el sudeste asiático*, UNAM-ENEP Acatlán – DGAPA, México.
- García del Castillo, Rodolfo (Coordinador) Premio Gobierno y Gestión Local (2004), *Gestión Local Creativa: Experiencias Innovadoras en México*, CIDE-Fundación Ford-INAFED, México
- Garza, Gustavo, (2003), *La Urbanización de México en el Siglo XX*, El Colegio de México, Centro de Estudios Demográficos y de Desarrollo Urbano, México.
- Gérard Destanne de Bernis, “Globalidad y sistema monetario internacional”, en Correa Eugenia, Girón Alicia, Martínez Ifigenia (comp.), (1999), *Globalidad, crisis y reforma monetaria*, UNAM-IIEc, UAM, CELAG, México.
- Girón González, Alicia, (2002), *Crisis Financieras*, IIEc-UNAM, México.

- Guillén, Arturo, (1999) “Mundialización de la economía y reforma del sistema monetario y financiero internacional” en en Correa Eugenia, Girón Alicia, Martínez Ifigenia (comp.), (1999), *Globalidad, crisis y reforma monetaria*, UNAM-IIEc, UAM, CELAG, México
- Heyman, Timothy, (1998), *Inversión en la globalización. Análisis y administración de las nuevas inversiones mexicanas*, Ed. MILENIO - ITAM – IMEF – BMV, México.
- Hills, Carla A. y Peter G. Peterson (1999), *Safeguarding Prosperity in a Global Financial System. The Future International Financial Architecture*, Institute for International Economics, Washington D.C.
- Huerta G., Arturo, (1998), “La liberalización económica impide condiciones financieras para el crecimiento” en Mántey de Anguiano, Guadalupe y Levy Orlik, Noemí, (1998), *Desorden monetario mundial y su impacto en el sistema financiero mexicano*, ENEP-Acatlán-UNAM, México.
- Kindleberger, Charles P. (1989), *Manías, pánicos y cracs*, Ariel, México.
- López González, Teresa S., (2003), “Liberalización financiera, esterilización monetaria y desintermediación bancaria en México” en Mántey, G. y Levy Orlik (coordinadoras), (2003), *Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizados*, Miguel Ángel Porrúa-UNAM-DGAPA-Acatlán, México
- Mantey de Anguiano, G. Y Levy Orlik, Noemí, (2000), “Introducción” en Mantey de Anguiano, G. Y Levy Orlik, Noemí (coordinadoras), *De la desregulación financiera a la crisis cambiaria: experiencias en América Latina y el sudeste asiático*, UNAM-ENEP Acatlán – DGAPA, México.
- Maxfield, Sylvia (1997), “Capital Mobility and Mexican Financial Liberalization” en Michael Loriaux *et al.*, *Capital Ungoverned, Liberalizing Finance in Interventionist States*, Cornell University Press, Ithaca, cap. 4, pp. 92-119.
- McKinnon, R.I., (1973), *Dinero y capital en el desarrollo económico*, CEMLA, México.
- McKinnon, Ronald I. y Huw Pill (1996), “Credible Liberalizations and International Capital Flows: The ‘Overborrowing Syndrome’” en Takatoshi ITO y Anne O. KRUEGER (comps.), *Financial Deregulation and Integration in East Asia*, Chicago University Press, Chicago, cap. 1, pp. 7-45.
- McKinnon, Ronald I. y Huw Pill (1998), “The Overborrowing Syndrome: Are East Asian Economies Different?” en Reuven GLICK (comp.), *Managing Capital Flows and Exchange Rates: Perspectives from the Pacific Basin*, Cambridge University Press, Cambridge, cap. 11, pp. 322-355.
- Muñoz Ledo, Porfirio, “Presentación” en Correa Eugenia, Girón Alicia, Martínez Ifigenia (comp.), (1999), *Globalidad, crisis y reforma monetaria*, UNAM-IIEc, UAM, CELAG, México.
- OCDE (1996), “Trade Liberalisation Policies in Mexico”, OCDE, agosto, caps. 1, 2 y 6.
- Olivie Aldasoro, Iliana, (2002), *Globalización financiera y crisis en economías emergentes*, tesis doctoral dirigida por el Dr. Pablo Bustelo Gómez de la Facultad de CC. Económicas y Empresariales de la Universidad Complutense de Madrid, España
- OMC (2001), *International Trade Statistics*, OMC, Ginebra.

- Porter, M. E. (1991), *La ventaja competitiva de las naciones*, Vergara, Buenos Aires.
- Puyana, Jaime, (2000), “Globalización, neoliberalismo y la crisis asiática: la necesidad de un nuevo orden financiero internacional” en Mantey de Anguiano, G. Y Levy Orlik, Noemí (coordinadoras), (2000), *De la desregulación financiera a la crisis cambiaria: experiencias en América Latina y el sudeste asiático*, UNAM-ENEP Acatlán – DGAPA, México.
- Reinhart, Carmen y Vincent Reinhart, (1998), “*Some Lessons for Policy Makers Who Deal with the Mixed Blessing of Capital Inflows*”, en *Capital Flows and Financial Crises, edición a cargo de Miles Kahler (Ithaca, Nueva York: Cornell University Press)*.
- Rozo, Carlos A., (2003), “Apertura, crecimiento y estructura financiera. El desacoplamiento financiero a la mexicana” en Mántey de Anguiano, Guadalupe y Levy Orlik, Noemí (coordinadoras), (2003), *Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizados*, Miguel Ángel Porrúa-UNAM-DGAPA-Acatlán, México.
- Salgado Tamayo, Wilma, (1998), “Fragilidad financiera aún en economías ‘saludables’ del Asia” en varios autores, (1998), *La crisis asiática. Lecciones para América Latina*. Friedrich Ebert Stiftung-Ildis-Flacso-Traumasaocial, Quito.
- Stiglitz, J., (2003), *El malestar en la globalización*, Taurus, México.
- Studart, Rogério, (2000), “Apertura y desregulación de los sistemas financieros en los noventa: grandes expectativas y resultados magros. El caso brasileño” en Mantey de Anguiano, G. Y Levy Orlik, Noemí (coordinadoras), *De la desregulación financiera a la crisis cambiaria: experiencias en América Latina y el sudeste asiático*, UNAM-ENEP Acatlán – DGAPA, México.
- Tello Macías, Carlos, (1982), *Nacionalización de la banca y control de cambios*, Secretaría de Programación y Presupuesto, México
- Varian, H. (1994), *Microeconomía intermedia. Un enfoque moderno*, Antoni Bosch, Barcelona.
- Vilariño Sanz, Ángel, (2001b), *Turbulencias financieras y riesgos de mercado*, Prentice Hall, España
- Villarreal, René, de Villarreal, Rocío, (2002), *México Competitivo 2020. Un modelo de competitividad sistémica para el desarrollo*, Océano, México