

7 40862



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA
DE MEXICO**

ESCUELA NACIONAL DE ESTUDIOS PROFESIONALES
"ARAGON"

CRISIS FINANCIERA GLOBAL MEXICO Y EL
SUDESTE DE ASIA 1994 - 2001

T E S I S

QUE PARA OBTENER EL TITULO DE:
MAESTRO EN ECONOMIA FINANCIERA

P R E S E N T A :

ROBERTO SOTO ESQUIVEL

DIRECTORA DE TESIS: DRA. ALICIA GIRON GONZALEZ

ESTADO DE MEXICO

NOVIEMBRE 2002.

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

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

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

AGRADECIMIENTOS

A mis PADRES y HERMANOS(A)

A KOVA por permitirme estar a su lado

A la Universidad Nacional Autónoma de México, al Posgrado en Economía Financiera de la Escuela Nacional de Estudios Profesionales Aragón, a la Dirección General de Asuntos del Personal Académico; que nos siguen dando y cada día les debemos más.

GRACIAS

*SABER QUE SE SABE LO QUE
SE SABE Y QUE NO SE SABE LO
QUE NO SE SABE, HE AQUÍ EL
VERDADERO SABER.*

CONFUCIO

*LOS SABIOS SON LOS QUE
BUSCAN LA SABIDURÍA, LOS
NECIOS PIENSAN YA HABERLA
ENCONTRADO*

NAPOLEON
BONAPARTE

Dirección General de Bibliotecas •
Se puede imprimir en formato electrónico o impreso.
Contenido de mi trabajo recepcional
NOMBRE: Roberto Soto Esquivel

FECHA: 14/11 NOVIEMBRE/2002

Roberto

*¿POR QUÉ ESTA MAGNÍFICA
TECNOLOGÍA CIENTÍFICA, QUE
AHORRA TRABAJO Y NOS HACE
LA VIDA MÁS FÁCIL, NOS
APORTA TAN POCOS
FELICIDAD? LA RESPUESTA ES
ESTÁ, SIMPLEMENTE: PORQUE
AÚN NO HEMOS APRENDIDO A
USARLA CON TINO.*

ALBERT EINSTEIN

ÍNDICE

1. Introducción	1
PRIMERA PARTE	
TEORÍA Y MODELOS EN LAS CRISIS FINANCIERAS	
2. Crisis financieras: Aproximaciones teóricas	7
<i>2.1 Identificación de una crisis financiera</i>	<i>7</i>
<i>2.2 Tipos de crisis financieras</i>	<i>16</i>
<i>2.3 Comportamiento de las variables macroeconómicas</i>	<i>20</i>
<i>2.4 El papel de los flujos financieros de capital</i>	<i>23</i>
<i>2.5 Predicción, prevención y manejo de una crisis financiera</i>	<i>26</i>
<i>2.5.1 Predicción</i>	<i>27</i>
<i>2.5.2 Prevención</i>	<i>32</i>
<i>2.5.3 Las políticas diversas en el manejo de las crisis financieras</i>	<i>34</i>
3. Crisis bancaria y financieras	43
<i>3.1 Causas de las bancarias</i>	<i>44</i>
<i>3.2 Modelos de primera generación</i>	<i>46</i>
<i>3.3 Modelos de segunda generación</i>	<i>51</i>
SEGUNDA PARTE	
MÉXICO Y EL SUDESTE ASIÁTICO: CRISIS FINANCIERAS EN LOS NOVENIA	
4. La crisis financiera mexicana en 1994	57
<i>4.1 Antecedentes de la crisis financiera</i>	<i>58</i>
<i>4.2 El estallido de la crisis</i>	<i>68</i>
<i>4.3 El llamado error de diciembre</i>	<i>72</i>
<i>4.4 Mecanismos implementados para su solución</i>	<i>74</i>

5. La crisis en el sudeste de Asia 1997 (Corea del Sur, Taiwan, Hong Kong, - NICS - Malasia, Tailandia, Indonesia, Singapur y Filipinas - ASEAN -)	85
<i>5.1 Condiciones económicas antes del estallido de la crisis</i>	<i>85</i>
<i>5.2 Causas de las crisis</i>	<i>91</i>
<i>5.3 Políticas para enfrentar la crisis</i>	<i>98</i>

TERCERA PARTE
CONTRASTACIÓN MACROECONÓMICA Y POLÍTICAS DEL FMI

6. Análisis comparativo de las crisis financieras: México y el sudeste de Asia	105
<i>6.1 Similitudes</i>	<i>106</i>
<i>6.2 Diferencias</i>	<i>109</i>
7. El papel del Fondo Monetario Internacional	113
<i>7.1 Críticas al FMI ante la presencia de crisis</i>	<i>113</i>
<i>7.2 Propuestas de Reforma del Sistema Financiero Internacional</i>	<i>115</i>
<i>7.3 Objetivos para una Reforma al Sistema Financiero Internacional</i>	<i>118</i>
8. Conclusiones	123
9. Bibliografía	127

I. INTRODUCCIÓN

Durante las tres últimas décadas del siglo XX los sistemas financieros y las relaciones financieras internacionales se han transformado profundamente. De los tipos de cambio fijos y estables en el largo plazo transitamos a un enorme mercado mundial de monedas que cambian sus cotizaciones cada instante. La certidumbre con que el comercio mundial y las inversiones se movía alrededor del mundo en los años de la posguerra cambió a una inquietante incertidumbre desde el rompimiento de los Acuerdos de Bretton Woods. Así como el comercio internacional y la inversión fuera de fronteras enfrentan esta condición de incertidumbre respecto de las expectativas de tipo de cambio, tasas de interés, precios, rentabilidad, flujos de efectivo, etc., también los sistemas financieros y especialmente los bancos alrededor del mundo, aunque también otros intermediarios financieros, han enfrentado estas condiciones, expresándose en momentos de estrés, crisis e incluso quiebras. Países y regiones enteras han enfrentado esta creciente incertidumbre, como incapacidad de contar con expectativas más o menos confiables respecto del futuro, con cambios abruptos en las condiciones de los mercados financieros locales o internacionales gestándose crisis financieras, aún cuando su estallido se presenta, como se verá a lo largo de este trabajo, bajo condiciones específicas. El estallido de crisis financieras, especialmente los países en desarrollo, ha sido cada vez más frecuente en estos últimos treinta años, aún cuando alguna parte de la literatura, como se señala más adelante, postula que estas crisis son parte inherente del sistema capitalista. Las crisis mexicana, la del sudeste asiático, la rusa, la turca y las más recientes en Argentina, Brasil y Uruguay han afectado también a otros países del mundo y principalmente a los mercados emergentes.

Al estallido de las crisis financieras, concurren diversas circunstancias, y por supuesto distintos análisis acerca de sus causas y posibilidades de prevención y gestión. Sin embargo, la inquietud de esta investigación proviene del hecho, reconocido de manera general, de las enormes repercusiones económicas sociales y políticas que éstas han tenido especialmente entre los países en desarrollo. Más aún cuando los gobiernos, instituciones nacionales e internacionales no sólo expresan importantes diferencias acerca de sus causas, sino también porque no parece estar presente una solución al alcance de estos gobiernos ni de las instituciones. Aún cuando las explicaciones difieren muy ampliamente, al cabo de las crisis en el sudeste asiático, se cuestiona crecientemente la viabilidad de la política

económica seguida en estos países, así como las acciones emprendidas por el Fondo Monetario Internacional para estabilizar a los países en crisis.

En el caso particular de las crisis financieras iniciadas en México en 1994-95 y que continuó con la crisis asiática en 1997-98 pasarán a la historia, al igual que la crisis de 1929 como una de las más graves del siglo XX. El director del Fondo Monetario Internacional (FMI) Michel Camdessus caracterizó a la crisis financiera mexicana de 1994 como la primera crisis global del siglo XXI (Girón, 1999: 135). Las crisis mexicana y asiática corresponden a procesos de desregulación y liberalización financiera iniciados desde inicios de la década de los ochenta los cuales van acompañados de transformaciones en el proceso productivo y en el comercio internacional (es decir, innovación tecnológica y apertura comercial).

La creciente dificultad de las autoridades financieras de las mayores economías y de los organismos financieros internacionales para frenar los efectos más devastadores sobre la economía mundial dificulta el manejo de las crisis bancarias y financieras. La actual composición institucional de los mercados, la desregulación prevaleciente en éstos y la enorme disponibilidad de liquidez en manos privadas ha limitado incluso la acción concertada de los gobiernos nacionales. Así como, la multiplicación de crisis financieras nacionales ha llevado al agotamiento del modelo de estabilización promovido por el FMI y las políticas económicas de los propios estados nacionales.

Existen una diversidad de comportamientos macroeconómicos que repercuten en deterioro del nivel de vida de la población tales como la disminución del ritmo de la actividad económica, el aumento de la inflación, inestabilidad en el tipo de cambio, etc., y fenómenos particulares de los bancos como son quiebra, problemas de solvencia y rentabilidad, las cuales son ocasionados por las crisis financieras.

La desregulación financiera y el actual sistema monetario internacional desvinculado de un activo externo de reserva, han contribuido a la generación de recursos financieros a ritmos muy superiores al crecimiento del ingreso mundial y del comercio exterior. La dificultad para sostener el valor nominal de esos activos está dando lugar a fuertes flujos de capital especulativo, que se desplazan con gran rapidez de un país a otro, originando inestabilidad financiera y un creciente riesgo sistémico.

El conocer el origen de las crisis financieras así como sus efectos; las semejanzas y los mecanismos existentes y las medidas implementadas para dar solución a las crisis en cada

uno de los países en estudio; el papel que juega la globalización económica y en particular, la globalización financiera durante la última década del siglo XX en las economías emergentes las cuales son aquellas que han recibido una significativa afluencia de capitales privados y en consecuencia son potencialmente más susceptibles a las variaciones en la actitud de los mercados; son factores que alientan al estudio de este trabajo.

Con el objetivo de analizar algunas de las características de las sucesivas crisis financieras en los mercados emergentes al finalizar el siglo XX, este trabajo se propuso realizar un análisis comparativo entre la crisis financiera mexicana de 1994-1995 y las crisis del sudeste asiático que se inician tres años después. Este análisis comparativo permitió comprender las diferencias y similitudes existentes en el entorno macroeconómico presente al estallido de las crisis, los mecanismos detonadores de éstas y finalmente las notables coincidencias en la gestión de las crisis. Así, pudo constatar la hipótesis originaria planteada en el sentido de que el FMI acudió a enfrentar crisis financieras transcurridas en entornos macroeconómicos e institucionales distintos, con políticas e instrumentos que no les diferenciaban. La necesidad de comprender más profundamente los procesos de las crisis financieras y evitar soluciones “únicas”, es precisamente uno de los hallazgos de este trabajo.

Para ello nos planteamos el objetivo de evaluar las características generales de las crisis financieras, su comportamiento en las diferentes regiones donde estas se han presentado, así las condiciones en que se plantea su previsión, predicción y manejo. Se trata de analizar los fenómenos que se presentan antes, durante y después de las crisis financieras, de estudiar los elementos que explican su aparición. Asimismo, se emprendió la tarea de analizar el comportamiento macroeconómico que se presenta en los países afectados antes y después de la crisis. Además, se estudia el papel que tuvo el FMI y algunas de las políticas instrumentadas a instancias de este organismo para alcanzar la estabilización.

Ha sido muy difícil de justificar la actitud del FMI frente a las crisis financieras que se analizan en este trabajo, pero quizá más difícil será tratar de entender el papel que ha jugado en el estallido de la crisis Argentina al inicio de 2001. En realidad desde 1999 el FMI había venido autorizando enormes recursos para sostener la estabilidad cambiaria de ese país. No sin enormes costos políticos y sociales el gobierno había reducido sustancialmente el déficit público y la inflación. Sin embargo, una creciente demanda de divisas fue secando la liquidez en pesos, llevando a la recesión y franco estancamiento de

la economía. Aún así la demanda por divisas continuó durante muchos meses, de manera que los bancos redujeron sus depósitos y los grandes inversionistas dejaron sus posiciones financieras. En realidad fue el FMI quien estuvo financiando no la estabilización, sino precisamente una enorme salida de capitales que terminaría en la crisis financiera; una deuda pública elevada por los financiamientos otorgados por el propio FMI y las crecientes sobretasas de interés pagadas por la elevación del riesgo-país también procedente del financiamiento otorgado a la “fuga de capitales”. Muchas preguntas surgen precisamente al repasar cada uno de los casos de crisis financieras recientes y muchas de ellas conducen a esclarecer el papel del FMI, pero especialmente a preguntar: ¿finalmente a los intereses de quien o de quienes ha favorecido esta actuación del FMI?, ¿Cuál es su responsabilidad en el estallido mismo de las crisis financieras?, ¿Cuáles son los motivos que le impulsan a mantener una libertad cambiaria irrestricta, incluso en los momentos en que los propios fondos que él presta vuelvan a salir inmediatamente como “fuga de capitales”, e impiden que los países enfrenten los compromisos derivados de sus pasivos con el exterior?, ¿Está el FMI verdaderamente calificado para continuar dictando políticas que en lugar de prevenir pueden precipitar una crisis financiera? En fin, una multitud de preguntas que seguramente podrán ser una guía para investigaciones subsecuentes.

La exposición de este trabajo de investigación se dividió en tres partes y siete capítulos. La primera parte comprende una lectura de las distintas aproximaciones teóricas del objeto de estudio, capítulo primero; y de los modelos de primera y segunda generación de crisis financieras, segundo capítulo. Se trata de exponer las diferentes aproximaciones teóricas acerca de las crisis financieras, considerando diversas corrientes de pensamiento económico. Además se presenta una tipología de estas crisis, así como un trazo del comportamiento de las variables macroeconómicas en condiciones de estrés y crisis. Se muestran también algunas características particulares de los flujos de capital presentes en las crisis y se consideran las medidas de predicción, prevención y manejo de las crisis financieras.

En el capítulo tercero se estudian los modelos teóricos de primera y segunda generación de crisis financieras. De entre los primeros, los modelos de *Krugman (1979)* y *Robert Flood y Peter Garber (1984)*, y los modelos de segunda generación de *Robert P. Flood y P. Marion (1995)*, *Bernard Bensaid y Oliver Jeanne (1996)*, *Maurice Obstfeld (1996)* y los *Modelos de Contagio*.

La segunda parte comprende el análisis de las características de las crisis financieras objeto de estudio. Así, en el capítulo cuarto se hace una exposición de los hechos estilizados de la crisis financiera mexicana de 1994, sus condiciones macroeconómicas, los detonadores, así como las políticas que se instrumentaron para la estabilización a instancias del FMI. En el capítulo cinco se aborda la problemática de la crisis financiera en el sudeste asiático, el contexto macroeconómico previo, las causas que propiciaron el estallido de la crisis, así como su manejo.

En la tercera parte del trabajo se efectúa el análisis comparativo a fin de destacar algunas de las presencias y características comunes, pero comprender también las profundas diferencias entre estos procesos de crisis financiera, y sus consecuencias económicas y sociales. En la parte final se analiza el papel que han tenido el FMI y el Banco Mundial, así como las críticas que se vierten al FMI ante una actuación que promueve la desestabilización. Todo lo cual permite finalizar este trabajo recuperando la necesidad de una reforma del sistema financiero internacional, en donde las instituciones internacionales modifiquen esencialmente sus enfoques y su organización institucional a fin de dar mayor presencia y participación en la dirección de las finanzas internacionales a los países en desarrollo. Por último se plantearon las conclusiones de la investigación, así como una serie de recomendaciones para disminuir los efectos de las crisis en las economías de los mercados emergentes principalmente

Por último deseo dar mi más sincero agradecimiento a todas aquellas personas que hicieron posible este trabajo:

Dra Alicia Giron y Dra Eugenia Correa, personas que me han guiado por el camino de conocimiento desde el inicio de formación profesional, Lic Chapoy su dedicación es un ejemplo para todos; Ernesto Reyes gracias a ti pude tener a mi alcance la información; Martín, Martín Guerra, Aderak, Alfredo, Carlos, Juan Pablo Elizabeth y Esmeralda (miembros de los proyectos de investigación dirigidos por la Dra's Girón y Correa) todas las discusiones, todas las precisiones me han servido para entender muchas cosas
Todo lo que hay aquí escrito es responsabilidad del que a continuación rubrica

Roberto Soto Esquivel

Noviembre, 2002

CRISIS FINANCIERA GLOBAL MÉXICO Y EL SUDESTE DE ASIA
1994-2001

PRIMERA PARTE

TEORÍA Y MODELOS EN LAS CRISIS FINANCIERAS

2. *CRISIS FINANCIERAS: APROXIMACIONES TEÓRICAS*

El objetivo de este capítulo es reunir y discutir algunas de las aportaciones teóricas más relevantes a propósito de estudiar las características generales de una crisis financiera, la forma en como surgen, los diferentes tipos de crisis financieras que se han caracterizado, su comportamiento en distintas regiones: se incluye también una revisión de las nociones de prevención, predicción y el manejo de las crisis. Finalmente se consideran las propuestas de lectura teórica prevaletentes en cuanto al efecto que tiene una crisis financiera en las principales variables macroeconómicas, tales como: crecimiento y composición del producto interno bruto (PIB), inflación, inversión, balanza de pagos, tipo de cambio, flujo de capital y reservas internacionales.

2.1 *Identificación de una crisis financiera*

La crisis financieras no son fenómenos recientes, como se señaló antes. Con frecuencia se presentan entrelazadas con fenómenos característicos de crisis de otra naturaleza, como crisis sociales o políticas. En el siglo XX se han presentado numerosas crisis financieras, algunas de alcance nacional o regional y algunas incluso de alcance internacional. De entre las primeras pueden mencionarse: la crisis de la libra esterlina y del franco francés de los años sesenta; la crisis monetaria europea de principios de los noventa. De entre las segundas destacan: la crisis financiera de 1929-1933; la desintegración del sistema de Bretton Woods a principios de los años setenta; o la crisis de la deuda de los años ochenta (Véase cuadro 1)

Cuadro 1
Presencia de Crisis

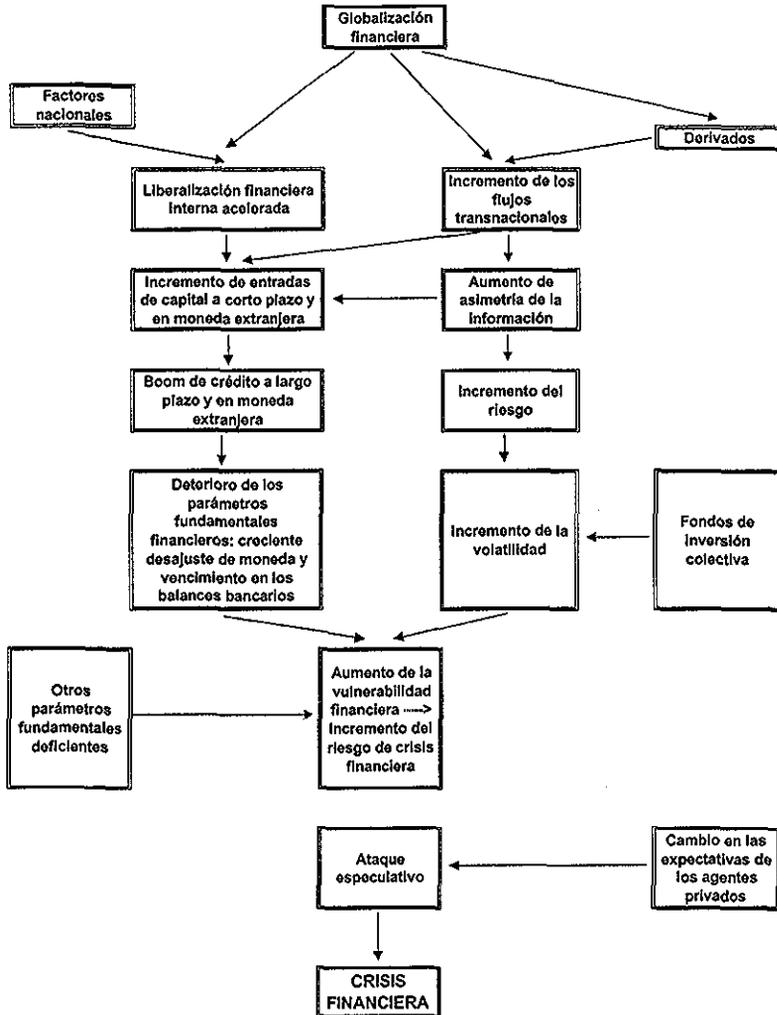
		Crisis bancaria	Crisis monetaria	Ambas crisis	Todas las crisis
Países					
industriales					
	1880-1913	4	2	1	7
	1919-1939	11	13	12	36
	1945-1971	0	21	0	21
	1973-1997	9	29	6	44
Mercados					
emergentes					
	1880-1913	11	6	8	25
	1919-1939	7	3	3	13
	1945-1971	0	16	1	17
	1973-1997	17	57	21	95

Fuente: Eichengreen Barry y Michael Bordo Crisis and then: What lessons from the last era of financial globalization? Estados Unidos NBER enero 2002

Durante el último tercio del siglo XX, a raíz del agotamiento del orden monetario y financiero de la posguerra, los mercados financieros y sus instituciones entraron en una etapa de desregulación de las tasas de interés y movilidad de las relaciones cambiarias entre las más importantes monedas. En realidad el orden monetario y financiero de Bretón Woods no podría haber sobrevivido pues estaba sustentado en la capacidad de expansión de una economía nacional, cuando la moneda de cambio y reserva internacional es además una moneda nacional. (Chapoy 2001). La tecnológica en comunicación y procesamiento de información aplicada en el sector financiero, la desregulación e innovación financiera empujaron a una mayor integración de los mercados financieros mundiales, pero al mismo tiempo fueron los elementos característicos del estallido de las sucesivas crisis financieras en estos años, lo podemos observar en el esquema 1

**CRISIS FINANCIERA GLOBAL MÉXICO Y EL SUDESTE DE ASIA
1994-2001**

**Esquema 1
Globalización financiera y parámetros fundamentales en las
crisis financieras de economías emergentes**



Fuente: García, Clara e Iliana Olivé. Causas de las crisis cambiarias en las economías emergentes en Comercio Exterior vol 50, número 6. México: BANCÓMEX 2000. 478-483 pp.

Las crisis financieras nacionales o internacionales pueden definirse como un momento de cambios abruptos en las tendencias del comportamiento de agentes y mercados con un deterioro profundo en el valor de todos o una parte de los activos financieros. (Cornford y Akyuz, 1999; Kindleberger, 1989; Vilariño, 2001) Por supuesto involucran movimientos

abruptos en las cotizaciones de valores, monedas, niveles en las tasas de interés, que afectan de inmediato los balances de las empresas financieras y no financieras, así como del sector público y de las familias. Por supuesto, las pérdidas en el valor de los activos financieros y de las monedas no afectan por igual a todos los sectores y agentes participantes. Aunque desde el momento que involucran el hecho “pérdidas”, son de gran interés, tanto por lo que toca a su predicción, prevención y manejo, como veremos más adelante.

Las crisis financieras son costosas para los gobiernos y contribuyentes pero también párale sector privado y las familias. En particular involucran problemas del sector bancario (estrés y quiebras de bancos). Así, las crisis financieras se presentan con devaluaciones monetarias, inestabilidad en las bolsas de valores, incrementos en la deuda externa, etc.

Por todo esto, se puede afirmar que las perturbaciones financieras o económicas exógenas, en países con cierto grado de vulnerabilidad (por ejemplo los característicos de los mercados emergentes) son consideradas también como causas de una crisis financiera (Cfr FMI, 1998a: 83-109).

La globalización económica¹ que se han presentado de manera abrumadora durante los últimos años representa un factor importante para analizar dado los efectos que trae consigo, como: la apertura comercial, apertura financiera, flujos de capital, etc. El fenómeno caracterizado como globalización, que considera la apertura de fronteras a la competencia irrestricta ha sido considerado por alguna parte de la bibliografía existente como parte del proceso de cambio tecnológico en comunicaciones y procesamiento de información, cambio tecnológico que aplicado en el sector financiero resulta en un proceso irreversible de integración de los mercados financieros. (Bordo y Eichengreen, 2002; Rivera Batiz, 1995). Mientras que otra parte de la literatura discute sobre el verdadero alcance de la globalización, cuando en los distintos mercados financieros mantienen normas jurídicas y contables y organizaciones institucionales, derivadas de procesos

¹ El término de globalización impone el libre juego de las leyes del mercado. Existen pocos términos económicos tan impregnados de ideología como la palabra globalización. La globalización sería la expresión misma de la modernidad, (es decir, se va evolucionando en los campos de la ciencia y de la tecnología, afectando desde luego al ámbito socioeconómico) sobre todo porque es el resultante de las fuerzas del mercado, finalmente liberadas, al menos parcialmente, de los obstáculos nocivos instaurados durante medio siglo alrededor del Estado. Siendo más estrictos en la definición de la globalización, aquellos que asimilan al juego del mercado en toda su plenitud, hacen hincapié principalmente en la globalización de la competencia, el supuesto efecto de la apertura de las fronteras sobre el crecimiento de los intercambios de bienes y servicios y las virtudes de los flujos financieros internacionales de capitales a corto plazo.

históricos, distintas. Más aún se considera que la competencia irrestricta y sin fronteras posee bases y límites estatales y cambios en las tendencias monetario financieras pueden llevar a una nueva etapa de proteccionismo financiero (Chesnais, 1996; Girón y Correa, 1999)

La reciente crisis de Asia de 1997 y la crisis mexicana 1994-95, son una más de las sucesivas crisis financieras ocurridas en los últimos veinte años, fueron precedidas por crisis financieras nacionales como la de Chile (1981) y seguidas de la crisis rusa (1998) la turca (1999), la Argentina (2001). Estas crisis han resultado muy costosas para los países más directamente afectados: los países en los que se originaron las crisis y aquellos que son más vulnerables a los efectos indirectos de restricción del crédito internacional y elevación de las tasas de interés. En vista de estos costos, una preocupación clave de las autoridades y los mercados financieros ha sido identificar las causas de la crisis y prevenirlas a través de la experiencia, del adecuado manejo de la política económica y el control de las instituciones y entidades financieras.

Existen diversas aproximaciones con respecto al concepto de crisis financiera. Para Rudolf Hilferding "la producción capitalista está comprendida en un círculo de prosperidad y depresión" (Hilferding, 1973: 269) El interés del capitalista es el nivel de beneficio, de este nivel dependerá en donde invertirá su capital, es decir, la inversión será directamente proporcional al nivel de beneficio, asimismo menciona que "la crisis no tiene otra significación más que la de ser el momento en que se verifica la reducción de la tasa de beneficio" (Hilferding, 1973: 288)

Pero a la crisis le antecede un periodo de prosperidad, para Charles Kindleberger las crisis financieras les antecede los puntos máximos de los ciclos económicos. Mientras que las crisis financieras internacionales "incluyen una serie de elementos críticos, especulación, expansión monetaria, aumento del precio de los activos seguido de un descenso en picada de una precipitación hacia el dinero" (Kindleberger, 1989: 19). El auge, la depresión y el pánico se transmiten entre las economías por medio de una serie de vínculos tal como las fluctuaciones de precios de los bienes, de las acciones, del capital de corto plazo, de los tipos de interés, de los inventarios de mercancías en el ámbito mundial y el contagio psicológico. El autor arriba citado afirma que "la causa remota es la especulación y la expansión del crédito; la causa próxima es algún incidente que sesga la confianza del sistema, hace pensar a la gente en los peligros de la bancarrota y les conduce a volver a los

productos, acciones, propiedades inmobiliarias, letras de cambio, pagarés, divisas, al dinero en efectivo. Considera que la caída próxima puede ser trivial, los precios disminuyen, las expectativas sufren un cambio de sentido; el movimiento gana velocidad. Llegando a un punto en que los especuladores están apalancados con dinero prestado, la disminución de los precios conduce a nuevas demandas de margen sobre ellos o de efectivo y a una nueva liquidación. A medida que los precios continúan disminuyendo, se recortan los préstamos bancarios y uno o más bancos comerciales, bancos de descuento o de comercio de títulos quiebran. El propio sistema de crédito es inestable y la carrera en pos de la liquidez está en marcha" (Kindleberger, 1989: 19). Retomando a Kindleberger, Eugenia Correa cita que "la existencia de un banco central contribuiría a controlar una crisis financiera, pero al no haber control sobre la expansión del crédito, la capacidad del banco central decrece; cuando se produce una crisis financiera existe un conflicto entre el interés público y privado" (Correa, 1998: 91).

Para Raymond Goldsmith las crisis financieras son "una parte, breve, de deterioro ultracíclico de todos o de muchos de los indicadores financieros, tasas de interés de corto plazo precios de los activos (acciones, bienes raíces, precios de la tierra) insolvencias comerciales y quiebras de instituciones financieras" (Correa, 1998: 92).

Para los monetaristas como Milton Friedman², consideran que las crisis financieras no estallan por escasez financiera, sino por la falta de capacidad de las autoridades para responder al peligro financiero agravándose por la incertidumbre del sector privado acerca de la instrumentación de las políticas que se lleven a cabo; por lo tanto dado que ellos consideran la oferta monetaria como exógena, la racionalidad de los mercados y la no existencia de la especulación, las crisis financieras se originan por las fallas de las autoridades en la instrumentación de la política monetaria.

La escuela keynesiana, encabezada por Hyman Minsky afirma que "las crisis financieras se originan como parte de un ciclo del crédito, el ciclo va del crédito, que puede ser cubierto por el flujo de efectivo de las empresas endeudadas, a incrementos del crédito por encima de la capacidad de pago de la empresa. Crece la burbuja especulativa hasta que caen los precios de los activos y se configuran las condiciones para reiniciar el ciclo" (Correa, 1998: 93). Los banqueros, son innovadores que buscan incrementar la oferta de financiamiento a partir de una base monetaria dada. Al crecer los medios de pago en circulación con un

acervo de títulos financieros invariado, presionan al alza las cotizaciones de los valores, lo que estimula a las empresas para realizar nuevas inversiones. En un primer momento, la inversión, el ingreso y las utilidades se incrementan, pero el financiamiento tiende a aumentar a un ritmo muy acelerado dado que los proyectos de inversión tienen un periodo de maduración antes de empezar a generar ingresos (generalmente tardan entre 5 y 8 años), siendo en este periodo donde las empresas vuelven a solicitar nuevos préstamos para solventar sus deudas que se van acumulando desde el inicio del proyecto.

"Mientras la innovación financiera se extiende por la economía, las tasas de interés son menores de lo que hubieran sido si la innovación no se hubiera realizado. En la medida de que el efecto de la innovación se atenúa y la oferta de financiamiento regresa a su ritmo normal de crecimiento, las tasas de interés comienzan a elevarse pues el alto nivel de endeudamiento de las empresas, y el rezago en la percepción de utilidades, las hace demandar mayores recursos financieros para cumplir con sus obligaciones.

Es posible que la expansión financiera haya generado presiones inflacionarias y que las propias autoridades monetarias favorezcan el aumento en las tasas de interés para contraer la demanda" (Mántey, 1997: 181).

Un incremento en la tasa de interés tiene dos efectos: a) Incrementa el precio de oferta de los bienes de capital en el mercado real, dado el costo financiero que implica para las empresas productoras de bienes de capital y, b) disminuye el precio de los activos en el mercado financiero.

Cuando las tasas de interés se incrementan, la inversión productiva, la demanda agregada, y el beneficio de las empresas tienden a disminuir, por lo que no pueden cumplir con sus obligaciones contraídas, y dada la necesidad de capital, las empresas recurren a nuevos empréstitos o a la venta de activos. Contraer nuevo refinanciamiento ocasiona serios problemas como son el incremento de los costos (ocasionado por el incremento en las tasas de interés), el valor de los activos de las empresas disminuye (por la disminución en las utilidades y el incremento de las tasas de interés) y por último, la disminución de las utilidades y la suspensión de las obligaciones adquiridas porque los bancos disminuyen sus créditos.

Por todo esto, las empresas se ven en la necesidad, por la urgencia de obtener capital para cubrir su deuda, a vender parte de sus activos, la cotización de estos disminuye a lo cual

² Cfr. Correa, 1998:90

también contribuyen las ventas de títulos que tienen que hacer los bancos para asegurar su liquidez como consecuencia de la falta de pago de los deudores. Como resultado, el nivel de inversión tiende a disminuir, así como los niveles de ingresos, las utilidades y el crédito bancario, lo cual conduce a un proceso de crisis.

Por otra parte, el propio FMI ha incursionado en la explicación de las crisis financieras, sus causas remotas y los disparadores. Se considera que algunas características comunes de las crisis son la acumulación de desequilibrios económicos insostenibles y desajustes en los precios de los activos o los tipos de cambio, a menudo en un contexto de distorsiones del sector financiero y rigideces estructurales. La crisis puede ser provocada por una súbita pérdida de confianza en el tipo de cambio o en el sistema bancario; ocasionada por acontecimientos tales como una repentina corrección en los precios de los activos o una interrupción del crédito o de los flujos de financiamiento externo que ponen de manifiesto las deficiencias económicas y financieras que son inherentes de la economía.

Otras características de las crisis financieras que maneja el FMI son que éstas presentan severas disminuciones de los precios de los activos y quiebras de instituciones financieras y sociedades no financieras. El FMI considera que cuando se presenta este último punto no necesariamente se considera como una crisis financiera, “las perturbaciones financieras que no afectan el mecanismo de pagos y que no tienen consecuencias potencialmente perjudiciales para la actividad económica han sido clasificadas como crisis *pseuofinancieras*” (FMI, 1998: 84).

Pero no todo desequilibrio trae consigo una crisis, todo depende del impacto del desequilibrio, de la credibilidad de las políticas que se apliquen para tratar de solucionar o suavizar esos desequilibrios. Es por ello que las crisis ocurren por resultado de perturbaciones financieras o económicas cuando la economía tiene un alto grado de vulnerabilidad.

Existen factores comunes que anteceden al surgimiento de desequilibrios y que hacen que la economía sea vulnerable a las perturbaciones financieras:

- a) Políticas macroeconómicas insostenibles,
- b) debilidad de la estructura financiera,
- c) situación financiera mundial,
- d) desajustes del tipo de cambio e,
- e) inestabilidad política.

Por su parte, Suzanne De Brunhoff, señala que el desarrollo capitalista ha estado acompañado por el progreso de la circulación financiera la cual, designa "la circulación de títulos de créditos de diversos tipos, destinados a liquidar toda suerte de compras" (De Brunhoff, 1978: 169) entre ellos tenemos a las divisas, monedas extranjeras que representan un crédito al extranjero, cuando figuran en los activos del sistema bancario Podemos ejemplificarlos con los eurodólares que son dólares que circulan como créditos en bancos situados fuera de Estados Unidos, "aun si su circulación se reflejan como pasivos de los bancos en Estados Unidos " (De Brunhoff, 1978: 172). La circulación financiera de dólares tiene como origen el déficit permanente de la balanza de pagos. Los títulos de crédito de los extranjeros sobre Estados Unidos quedan colocados en los pasivos de los bancos estadounidenses, pero ellos no pertenecen a la circulación monetaria interior de Estados Unidos, está es incentivada por los clientes de los bancos y por los créditos que se hacen mutuamente los bancos

La crisis capitalista tiene diversas características:

a) "La crisis que afecta a la producción está precedida por una crisis monetaria debido a las "relaciones entre la moneda como moneda de pago y el financiamiento a crédito del comercio y de la producción por el sistema bancario

b) Las crisis monetarias pueden ser:

i) Crisis monetarias sin inflación: La depreciación de los títulos bancarios de crédito, signo de valorización de las mercancías, y la búsqueda de dinero líquido, provoca quiebras bancarias en cadena que tocan al sistema de crédito

ii) Crisis monetarias con inflación: La desvalorización de los títulos bancarios de crédito es trasladada sobre la moneda emitida por el Banco Central, llamada moneda de curso forzoso El refinanciamiento de los bancos con problemas de capitalización permite reservar la moneda *escritural* pero se acompaña de un debilitamiento del signo monetario nacional, lo que se refleja en un alza de precios de los bienes; con lo que podemos afirmar que la inflación no es un sustituto sino una forma de crisis y refleja una socialización del riesgo monetario, mientras el riesgo financiero conserva un carácter privado" (De Brunhoff, 1978: 175-180)

En la consideración de la autora, las crisis monetarias y financieras acompañan a las crisis económicas La crisis capitalista comprende varios procesos:

- a) La crisis de la realización. Es acompañada y anunciada por una crisis monetaria y consiste en ventas con pérdidas, incremento de acervo y quiebras comerciales.
- b) La crisis de valorización de los capitales privados. Esta concierne los activos reales, y financieros, aunque no guardan una dependencia directa, existe la posibilidad de mantener una valorización del capital privado lo que indica un incremento del capital dinero por operaciones financieras debido a la autonomía de la circulación financiera con relación a la circulación y a la producción de mercancías.
- c) La crisis de acumulación del capital social. Se presenta por la disminución de las inversiones productivas y el incremento del desempleo, esta crisis "parece ser el corazón de la crisis capitalista, dado que nos lleva a la crisis de las relaciones de producción, o del mando del capital sobre el trabajo; tiene efectos sobre las condiciones monetarias y financieras del funcionamiento capitalista, lo que indica la socialización de las pérdidas por la depreciación de la moneda nacional y por el traslado de las dificultades financieras sobre el sector público" (De Brunhoff, 1978: 180).

2.2 Tipos de crisis financiera

Las crisis financieras dependiendo las causas que las originen se pueden clasificar de diversas formas:

- a) Crisis cambiarias: Estas se producen cuando existen "movimientos especulativos contra el valor de cambio de una moneda se traduce en una devaluación (o fuerte depreciación)" (FMI, 1998: 83) obligando a las autoridades a respaldar a su moneda por medio del uso de sus reservas internacionales o por incrementos en la tasa de interés. Comúnmente se identifica a las crisis cambiarias como una simple devaluación nominal de la moneda. Pero no necesariamente es así, dado que se suele incorporar un índice de presiones especulativas además de la depreciación de la moneda, las fluctuaciones en las reservas internacionales o de las tasas de interés que eventualmente absorben presiones especulativas, dando como resultado la moderación de las variaciones cambiarias nominales. Por lo que podemos resumir que una crisis cambiaria se presenta cuando, al utilizar dicho índice, se presentan variaciones significativas en la paridad nominal de la moneda y también cuando la intervención de las autoridades evita una gran devaluación o abandono de la paridad cambiaria fija o en bandas.

Es posible resumir en tres factores para explicar por qué las crisis cambiarias tienden a concentrarse en el tiempo:

- Cambios económicos en los países industrializados que ocasionan crisis en los mercados emergentes³.
- Crisis que se produce en un país y que puede afectar a las principales variables de otro, ocasionado por la relación del comercio y los mercados de capital, es decir, trae consigo un efecto dominó.
- Crisis que ocurre en un país y ocasiona que los acreedores reevalúen las variables fundamentales de otras economías⁴

b) Crisis bancaria: Se presenta cuando "las quiebras o los retiros masivos (reales o potenciales) de depósitos de los bancos inducen a éstos a suspender la convertibilidad interna de sus pasivos u obligan a las autoridades a intervenir para impedir tales quiebras o retiros otorgando asistencia a gran escala" (FMI, 1998: 84).

Identificar una crisis bancaria es un tanto difícil, es necesario encontrar indicadores básicos que los propios bancos deben mostrar o por decisión el propio banco central, lo que en ocasiones se maneja con gran cuidado debido a la posibilidad de generar una caída de todo el sistema bancario. De ahí el enorme interés de las autoridades financieras de encontrar los mecanismos adecuados para predecir, prevenir y en todo caso limitar una crisis bancaria. Por lo general, los modelos econométricos utilizan información estadística de eventos ya ocurridos, es decir esperan que la crisis ocurra, por lo que se hace necesario aumentar la probabilidad mediante el conocimiento de indicadores que ayuden a predecir y prevenir una crisis. "Los estudios más recientes sobre la materia se pueden clasificar en dos tipos: a) Los que examinan datos sobre los bancos específicos y tratan de explicar por qué éstos han quebrado o han sido intervenidos y, b) los que examinan la forma en que los cambios en diversas variables macroeconómicas (tasas de interés y tipo de cambio) han contribuido a provocar las crisis bancarias" (González, 1999: 36).

Las crisis bancarias se originan del lado del activo de los balances de los bancos, ocasionado por un deterioro del mismo, para observar esto, se podrían analizar algunas variables tales como la cartera vencida de los bancos relacionada con los activos, o la no correspondencia en la denominación monetaria de ambos lados del balance con una

³ Conocido como *efecto Monzón*

⁴ Según el FMI se le denomina contagio puro

difundida incertidumbre sobre la posibilidad de que la moneda mantenga su valor. Por lo general se conoce de una crisis bancaria cuando ésta ya ha estallado. Cuando se presentan alguno o algunos de los siguientes signos: el cierre forzoso; las fusiones o adquisiciones de instituciones financieras por parte del gobierno; el retiro de depósitos de los bancos; el otorgamiento de apoyo por parte del gobierno a las instituciones financieras.

c) Crisis bancarias sistémicas: Son perturbaciones más fuertes de los mercados financieros, que al no funcionar correctamente los bancos, la crisis se difunde por todo el sistema financiero, trayendo consigo efectos directos sobre la economía real.

d) Crisis de deuda externa: Esta ocurre cuando un país no cumple con el servicio de la deuda (soberana o privada) contraída con el exterior.

e) Crisis Financiera Sistémica. Puede involucrar una crisis cambiaria, aunque no únicamente, y también una crisis bancaria y del sistema de pagos, por supuesto con efectos muy destructivos sobre la economía real.

Es posible asociar la crisis a los conceptos de riesgo e incertidumbre, sin embargo es necesario diferenciarlos de la siguiente forma:

a) El riesgo: existe cuando las estimaciones de probabilidad pueden ligarse al rango de resultados posibles.

b) La incertidumbre: es un estado en el que las estimaciones de probabilidad no se vinculan a los resultados.

Es decir, es posible cuantificar el riesgo ex ante y pronosticar las medidas, razonablemente, hacia el futuro, se tiene un riesgo medible. Cuando las medidas ex ante no son posibles o, más probablemente, la extrapolación hacia el futuro no es confiable, se está ante la incertidumbre, ésta es inconmensurable.

Es importante poder distinguir los diferentes tipos de riesgo que se encuentran en un contexto económico y financiero siendo un importante concepto en la teoría financiera:

a) Riesgo de mercado. Se produce cuando hay modificaciones en el precio de los activos financieros en la cartera, con acciones, bonos, mercancías, futuros, opciones, etc. (Vilariño, 2001) Puede también presentarse en el caso de los países en desarrollo con mercados financieros poco profundos, pues el mercado para un título puede llegar a ser estrecho, es decir un pequeño número de participantes.

b) Riesgo cambiario y de la tasa de interés. Son una variante del riesgo de mercado y se refiere a posibles pérdidas provenientes de cambios adversos la cotización de las

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

monedas, o bien en las tasas de interés. (Vilariño, 2001) Estos también son definidos como “la posibilidad de que modificaciones de la tasa de interés alteren el valor de una inversión” (Kitchen, 1990: 8) Tenemos algunas variantes del riesgo cambiario: En el ámbito de las finanzas internacionales, la posibilidad y amplitud del riesgo es considerable; pero para prestatarios y prestamistas existe la posibilidad de traspasar el riesgo, por lo general a su contraparte. Los riesgos de corto plazo pueden cubrirse mediante mercados monetarios a término y opciones de cobertura

- c) Riesgo país. La forma general este tipo de riesgo es “enfrentado por los bancos internacionales que prestan a los estados o a los organismos, pero también por otros intermediarios financieros que prestan y por el sector privado con inversión directa en el país.” (Kitchen, 1990: 9).
- d) Riesgo Soberano. Es el riesgo que corre a cargo de los acreedores de un Estado nacional de que eventualmente incumpla con sus compromisos financieros, capital o intereses o ambos. Incluye también los acreedores de pasivos con garantía pública. (Vilariño, 2001) Este riesgo refleja las condiciones subyacentes como el deterioro en el manejo de la economía lo cual ocasiona problemas en la balanza de pagos, inestabilidad económica mundial, deterioro en los términos de intercambio, riesgo político, riesgo de expropiación, imposición en los controles de cambio y desastres naturales
- e) Riesgo de crédito. Se presenta cuando existe la posibilidad de que ocurra una pérdida como consecuencia del incumplimiento de las obligaciones contractuales de pago, llega a suceder cuando debido a la pérdida de solvencia de los prestatarios como consecuencia de problemas de liquidez, pérdidas continuas así como la disminución de los ingresos o quiebras de los agentes. Este es un riesgo típico de los bancos “cuyo activo soporta, en una alta proporción, operaciones sujetas a riesgo crediticio”. (Vilariño, 2001:8)
- f) Riesgo de modelo. Los modelos se utilizan para medir, gestionar y manejar los riesgos, recordando que éstos son una representación simplificada de la realidad; en ellos no se puede incluir todas las variables, en ocasiones esas variables omitidas pueden ser esenciales en algún momento del análisis; pueden existir problemas en el manejo de datos dado que se manejan series históricas y éstas en ocasiones no son fáciles de obtener. También se pueden hacer ciertos supuestos en los parámetros para con ello poder simplificar las hipótesis, con ello se solucionan dificultades matemáticas. Se debe

considerar además de los métodos estadísticos, la experiencia de los agentes expertos en los diversos campos de la realidad, considerando así las diferentes variables en el fenómeno de los riesgos

Uno de las formas para medir el riesgo es el Valor en Riesgo (*VaR*) el cual estima la pérdida máxima que puede tener la posición de una cartera, con un determinado horizonte temporal y un determinado nivel de confianza, y a partir de éste se supone que las pérdidas de la cartera pueden modelizarse mediante la metodología estadística. El *VaR* centra su atención en la función de las pérdidas y ganancias de la cartera. Existen otras formas de medir el riesgo y es por medio de la utilización de los modelos *ARCH*, *GARCH*, *TARCH*, *EGARCH*, *modelos de volatilidad condicional* y el *RiskMetrics*, donde “la volatilidad es la desviación típica de la distribución de los rendimientos, y es uno de los parámetros críticos en la mediación de riesgos” (Vilaríño, 2001:161), bajo los supuestos de distribución normal condicional o incondicional, el riesgo es una función de la volatilidad

2.3 Comportamiento de las variables macroeconómicas

Se ha tratado de establecer indicadores que ayuden a prevenir o detectar las crisis, aunque el esfuerzo hasta ahora ha sido infructuoso. Por otra parte, para alguna literatura este esfuerzo podría resultar peligroso para los propios mercados en la medida en que estos basarían sus decisiones en las expectativas de crisis y la precipitarían con sus propias acciones de pánico. Es decir, en el momento de que se percibiera el ingreso de estos indicadores a zona de crisis, inmediatamente reconfigurarían sus carteras, abandonando los títulos en riesgo y precipitando el derrumbe de los precios de los activos financieros, bajando los valores de los activos de los bancos y de empresas que cotizan en la bolsa, con lo que estallarían realmente una crisis que apenas solo se presentaba en relación con los indicadores escogidos.

Aún así es interesante conocer aquellas variables⁵ que se relacionan sistemáticamente con la vulnerabilidad frente a la crisis, es decir aquellas que se considera tienen ciertos comportamientos antes de estallar las crisis o depresiones sobre el mercado financiero que

⁵ Aquí es donde radica el problema, dado que el establecer unas u otras, y sus rangos de comportamiento pueden cometerse errores, o simplemente que sean indicadores que estén señalando en realidad hacia otro tipo de problemas

poseen un comportamiento sistemáticamente diferente al observado en condiciones normales

El FMI analizando los casos de las crisis cambiarias durante el periodo de 1975-97 señala que se han observado cambios ex-ante y ex-post de una crisis en:⁶

- a) El comportamiento del tipo de cambio
- b) Algunos agregados del mercado financiero
- c) Variables relacionadas con el comercio y sector externo

Antes de la crisis el valor real de la moneda nacional venía siendo significativamente superior a la media observada durante los periodos de tranquilidad. Alrededor de 24 meses ex-ante de la crisis el tipo de cambio real, alcanza hasta un 7% superior a su nivel normal; y 3 meses antes de la crisis el tipo de cambio real comienza a decrecer acercándose a la media durante el periodo de tranquilidad, al intensificarse las presiones sobre el tipo de cambio nominal. La apreciación refleja en cierta medida la forma en que las crisis han sido definidas e identificadas. Esta apreciación ha estado acompañada de un deterioro en el comportamiento de las exportaciones. Después que se revierte la depreciación ex-ante y ex-post de la crisis y las exportaciones muestran un crecimiento importante. Las importaciones disminuyen después de la crisis. Las reservas internacionales disminuyen al estallar la crisis. La inflación se caracteriza por tener un enorme crecimiento dos años antes de la crisis, aunque meses antes comienza a moderarse, después de la crisis hay un nuevo incremento durante los siguientes 18 meses (esto es debido a la depreciación del tipo de cambio, el cual se reflejó en los precios internos), pero a partir de allí hay una disminución paulatina.

En cuanto a los flujos de capital, se observa una disminución considerable antes de la crisis. Los tenedores de pasivos bancarios líquidos internos tratan de convertirlos a divisas, existiendo presiones de liquidez sobre el sector bancario y dependen del nivel de reservas para hacer frente a esta situación. La inversa de la razón entre el dinero en sentido amplio y las reservas internacionales, muestra de acuerdo al análisis del FMI, un nivel casi igual al promedio de la etapa de tranquilidad, pero se incrementa durante el año antes de la crisis; pero después de la crisis la razón disminuye y dos años después es inferior al promedio del periodo de tranquilidad.

⁶ Cfr FMI 1998a

La expansión monetaria muestra un crecimiento de 18 meses antes de la crisis, observándose que la tasa de expansión monetaria del dinero en sentido amplio baja en forma constante hasta la fecha en que se produce la crisis y después de los siguientes 9 meses, hasta que se incrementa después de este periodo (ver gráfica 26, FMI, 1998a: 90-91).

El crecimiento de los agregados crediticios muestra fluctuaciones similares. Antes de la crisis hay altas tasas de crecimiento (ver gráfica 26, FMI, 1998a: 90-91)

En cuanto al precio de los activos, los precios de los bienes raíces y las cotizaciones de las acciones aumentan para después disminuir considerablemente (ver gráfica 27, FMI, 1998a: 92-93)

Los saldos fiscales y los saldos en la cuenta corriente de la balanza de pagos han desempeñado un papel significativo en las crisis cambiarias. En el año anterior a una crisis se incrementa el déficit fiscal como porcentaje del PIB, pero no varía mucho con el que se observó en periodos de tranquilidad; contrario al déficit en cuenta corriente como porcentaje del PIB que se incrementa considerablemente que durante los periodos de tranquilidad (ver gráfica 27, FMI, 1998a: 92-93).

Por lo tanto, se puede resumir que, en esta aproximación, antes de una crisis cambiaria la economía se recalienta: la inflación es relativamente elevada y la moneda nacional está sobrevaluada, afectando negativamente al sector exportador. La política monetaria es expansionista, el crédito interno crece considerablemente con lo que se afecta las metas cambiarias de los países con regímenes cambiarios fijos o inflexibles. Existe un incremento en la vulnerabilidad financiera de la economía dado que aumentan los pasivos del sistema bancario sin el respaldo de las reservas extranjeras y disminuyen los precios de los activos. Para el caso de una crisis bancaria el crédito interno aumenta, las presiones del sistema bancario van acompañadas por una liberalización financiera. Existe un incremento de los depósitos y de tasas de interés real. A su vez se observa la entrada de capitales a corto plazo. Antes de un año de la crisis, el mercado de valores empieza a contraerse y el nivel de producción empieza a disminuir. Se presentan deficiencias del marco institucional y reglamentario del sector financiero

2.4 *El papel de los flujos financieros de capital*

Durante la década de los setenta, a partir del rompimiento de las paridades fijas, las tasas de interés empezaron a ser un espacio activo de la competencia entre los capitales y especialmente los bancos empezaron a incrementar el crédito, como baja la rentabilidad en algunas de las más grandes economías, el crédito bancario fluyó hacia otros clientes, los países en desarrollo. (Correa, 1998) De ahí que los flujos de capital hacia los países en desarrollo consistieran en financiamiento bancario, siendo el sector público el principal receptor. Esta situación cambió durante la década de los ochenta, dado que los bancos tenían que aumentar su cartera de crédito a los grandes deudores para refinanciar sus deudas, los bancos fueron titulando los créditos y abriendo un enorme mercado de colocación de bonos. Hacia los años noventa, cuando estos países emprenden procesos de bursatilización y de privatizaciones, los flujos se componen principalmente de inversión extranjera directa e inversión de cartera

Los flujos de capital están determinados por diversas circunstancias de las economías receptoras, pero especialmente por las condiciones de los mercados financieros de los países desarrollados y de colocación de mercado de algunas grandes empresas. Por ello, estos flujos de capital han tenido ciclos de auge y de salida de los países donde se invierten, de manera que sus salidas, incluyendo los montos de rentabilidad alcanzada, deterioran las posiciones de reserva y endeudan a los estados nacionales, conduciendo a un ciclo de entrada salida y más deuda, pero agotando las salidas por medio de venta de activos nacionales. Por ello una parte importante de la literatura sobre las ventajas y desventajas de los flujos de capital señala que estos flujos “... puede producir un recalentamiento de la economía, mayor inestabilidad del tipo de cambio y, con el tiempo, importantes salidas debido a las variaciones de la rentabilidad prevista de los activos, el comportamiento de rebaño y los efectos de contagio”⁷ (López, 1999: 29).

A fin de enfrentar el ciclo de entrada y salida de capitales, los gobiernos y las autoridades monetarias y financieras recurren a combinaciones de políticas anticíclicas, estructurales, limitar la afluencia neta de capital, modificar su composición y plazos de vencimiento y tratar de atenuar la inestabilidad de los flujos, tratando de mostrar una posición fuerte en reservas internacionales y equilibrios fiscales eventualmente sólo contables

⁷ Comportamiento de rebaño y los efectos de contagio se refiere al efecto que ocasionan los flujos de capital sobre otras, también se le conoce como efecto domino

La afluencia de capital se origina en el interés de los inversionistas privados en las oportunidades que presentan en los mercados emergentes principalmente en la década de los noventa, como se ha señalado, debido a factores internos y externos.

Factores internos que mejoran la relación riesgo/rentabilidad:

- a) Incremento de la solvencia debido a la reestructuración de la deuda externa
- b) Incremento de la productividad, la cual se debió a la depresión salarial y explotación de los recursos naturales
- c) Aumento del interés en invertir en aquellos países que adoptaron un régimen de tipo de nominal cambio fijo y tasas de interés reales en moneda extranjera altas, lo que incremento la rentabilidad de las colocaciones en moneda local.

También pueden señalarse algunos factores externos:

- a) El ciclo financiero en los mercados “ 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 1994-5 indican la presencia de fuerzas estructurales externas” (López, 1999: 29) éstas actuaron al incrementarse el interés de los inversionistas privados en las oportunidades de inversión externas, debido
- b) La reducción de los costos de comunicación, la fuerte competencia y los aumentos en los costos en los mercados internos de los países desarrollados motivaron a las empresas éstos países a producir en el extranjero y así aumentar sus utilidades y la eficiencia
- a) La mayor eficiencia de los inversionistas institucionales para acudir a los mercados emergentes debido a la presencia de mayores tasa de rentabilidad, una mayor diversificación del riesgo, y la viabilidad de las inversiones al liberalizar la cuenta de capital

Solamente un pequeño número de países en desarrollo han sido receptores de importantes volúmenes de inversión de cartera y directa (México, Corea, Tailandia, Venezuela, Argentina, Indonesia, Malasia)⁸ Asimismo, un pequeño número de colocadores internacionales participan en los mercados de estos países, manejando un volumen muy importante de las colocaciones totales de acreedores extranjeros. Por ello, el

⁸ Se tiene como ejemplo al sector bancario, el cual si es frágil, las autoridades financieras podrían devaluar la moneda en lugar de incrementar las tasas de interés

comportamiento de un muy reducido número de inversionistas puede modificar grandemente las cotizaciones de los valores en los mercados emergentes e incidir sobre el nivel de las tasas de interés internas. Cualquier movimiento brusco de salida de unos cuantos inversionistas puede significar el agotamiento de las reservas y con ellos movimientos cambiarios bruscos. De ahí que siendo un reducido número de grandes inversionistas, las posibilidades de contagio se incrementan. Así, los efectos de contagio vinculados al capital privado se deben a:

- a) Los acuerdos comerciales y las presiones sobre el tipo de cambio
- b) La caída del valor de la moneda de un país altera la percepción sobre la economía que tienen los inversionistas en otros países
- c) La existencia de vínculos financieros entre los países.
- d) 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 apalancados, al afrontar las exigencias de reembolso, se ven obligados a vender sus activos, ocasionado por la información asimétrica.

La entrada de capital podría llevar a una excesiva expansión de las importaciones, desplazando a productores locales en casi todas las ramas de actividad, y producir efectos adversos en los costos del financiamiento que pueden terminar en cartera vencida, afectando así también al sector financiero. En el marco de un régimen de paridad fija, "el déficit cuasifiscal⁹ aumenta al aplicarse una política de esterilización monetaria en virtud de la cual se venden bonos internos y se compran divisas que devengan tasas de interés más bajas. La vulnerabilidad del sistema financiero aumenta al producirse un incremento del otorgamiento de préstamos que exagera el desfase de los plazos de vencimiento entre los activos y pasivos bancarios y reduce la calidad de los préstamos.

La afluencia de capital incrementa el crédito bancario, y la vulnerabilidad del sistema financiero se intensifica por un impresionante aumento de los activos los cuales han resultado insostenibles.

Las distorsiones microeconómicas agravan los efectos negativos de los flujos de capital sobre la economía; por lo que en un país en desarrollo con un ritmo de crecimiento

⁹ Incluye las transacciones financieras del banco central y otras instituciones financieras que desempeñan las mismas funciones que los impuestos y las subvenciones

aceptable antes de la crisis puede registrarse una desaceleración de la actividad después de la crisis

Las políticas adoptadas cuando se presentan distorsiones ocasionadas por los flujos de capital son en gran medida las señaladas por el FMI:

- a) Políticas anticíclicas. Política monetaria restrictiva, flexibilidad del tipo de cambio nominal y ampliación de los ingresos fiscales.
- b) Políticas estructurales. Ampliación de la apertura comercial y financiera, aceleración de las privatizaciones y liberalización a la inversión extranjera en todos los sectores.
- c) Restructuraciones de la deuda externa y control de liquidez en divisas por el FMI

La aplicación de estas políticas de un país a otro es diferente, esto depende de sus condiciones estructurales, es por ello que es importante programar la secuencia de las políticas al tratar de disminuir las resistencias sociales que las políticas restrictivas y de apertura causan

2.5 Predicción, Prevención y manejo de una crisis financiera

Ha sido de la mayor importancia entre las autoridades financieras de cada país así como de los organismos internacionales intentar esclarecer cuáles han sido las causas de las crisis financieras. Especialmente establecer si éstas devienen por errores de políticas económicas de las autoridades locales, o si proceden del ciclo del crédito internacional. Pues dependiendo de las causas, se establecen las medidas económicas para solucionarlas y prevenirlas. Por supuesto, en la versión de los organismos internacionales y las autoridades financieras de los Estados Unidos, las crisis financieras son provocadas por los propios países en desarrollo y son por tanto éstos los que deben asumir la mayor parte de los costos de estas crisis. Si se reconociera que algunos grandes inversionistas expandieron de manera irresponsable sus posiciones en valores de los países en desarrollo, logrando significativas utilidades, entonces tendría que reconocerse que éstos deben asumir el mayor costo de la crisis, lo que les llevaría seguramente a disminuir de manera importante su rentabilidad.

Es importante llevar a cabo estudios para saber como actuar antes, durante y después de una crisis, aunque no todos los fenómenos se presentan de la misma manera, si podemos tener algunos puntos de referencia que nos permitan minimizar los costos de una crisis.

2.5.1 Predicción

En general, las crisis financieras que se presenta en los países en desarrollo son diferentes, pero tienen una característica en común que es la corrida de inversores y acreedores y el consecuente pánico financiero

El comportamiento de los deudores ante la crisis se explica como un problema de acción colectiva; aunque a los acreedores como grupo les es más favorable el refinanciar al deudor las deudas que van venciendo, no es el mismo comportamiento del inversor individual, dado que busca salir en forma rápida

Las consecuencias de una corrida de deudas generalizada por parte de acreedores internacionales, la cual es ocasionada en parte por la pérdida de confianza, son más serias que las corridas de deuda por acreedores de deudores nacionales; esto nos llevaría de un problema de liquidez a una serie de insolvencias e incumplimientos generalizados por la modificación de los precios de los activos financieros clave, tasas de interés y tipo de cambio

Existen cuatro medidas para hacer frente a un ataque masivo a la moneda de un país deudor:

- a) Políticas internas, en especial monetarias y tasa de interés, para restaurar la confianza del mercado y detener la corrida
- b) Medidas de cobertura a través de reservas en moneda extranjera y de líneas de crédito suficientes.
- c) Utilización de un recurso internacional de préstamo de última instancia para obtener la liquidez necesaria.
- d) Un alto unilateral de la deuda y restricciones cambiarias, y el comienzo de negociaciones para lograr una solución ordenada de la deuda.

Política monetaria y confianza del mercado

En general, los diferenciales en las tasas de interés son un determinante en los flujos internacionales de capital, a tasas de interés internas más altas favorecería las entradas de capital dado un incremento en la rentabilidad del arbitraje con mercado de divisas. Pero cuando los mercados financieros entran en crisis, los efectos probables del ajuste monetario y de mayores tasas de interés, son distintos porque ejercen una gran influencia en el riesgo

credicio. Si existen tasas de interés altas significaría una disminución de la solvencia y un incremento en el riesgo de incumplimiento, y la tasa de retorno esperado con ajuste para compensar el riesgo tenderá a disminuir a medida que aumentan las tasa de interés “El ajuste monetario y las altas tasas de interés pueden sin duda estabilizar el tipo de cambio al incrementar las dificultades de los deudores y aumentar el número de quiebras e incumplimientos, es decir, por la disminución en las ventas más que por el aumento en las compras de la divisa local” (Cornford, 1999: 61)

Aparte de la poca efectividad del ajuste monetario para detener la corrida de deudas, existe poco sentido económico para defender el tipo de cambio por medio de incrementos en las tasas de interés, dado que los sectores como de bienes comercializables o transables son afectados por el alza de las tasas de interés más que por la devaluaciones, lo cual impide la realización de un ajuste de pagos basado sobre el incremento de las exportaciones que sobre la disminución de las importaciones

Políticas de reservas

Se ha considerado por las autoridades financieras de muy diversas economías, la necesidad de mantener alto el nivel de reservas para así mostrar que se está en capacidad de cumplir con las obligaciones de corto plazo y así evitar desequilibrios cambiarios como consecuencia de una retirada de préstamos e inversiones extranjeras. Aunque esto puede ser costoso para la economía “ya que el retorno sobre reservas en moneda extranjera no alcanza a cubrir el costo del endeudamiento externo. Una estrategia de endeudamiento consiste en mantener líneas de crédito con bancos privados extranjeros y utilizarlas al enfrentar un ataque, lo cual es equivalente a tener un medio privado de préstamos de último recurso, sin embargo este recurso funcionará solamente si las cantidades son pequeñas”. (Cornford, 1999: 61). Pero esta medida traería costos altos y la poca certeza de que los bancos cumplieren los acuerdos al existir una salida masiva de préstamos externos.

Rescates y prestamista internacional de última instancia

La provisión de liquidez por parte de un prestamista de última instancia con el fin de cristalizar mercados de divisas no ha sido la política para hacer frente a las crisis cambiarias en los países en desarrollo, dado que la ayuda coordinada por el FMI se da

después de que ocurre una crisis en la moneda, mediante operaciones de rescate diseñadas para satisfacer las demandas de los acreedores y para evitar incumplimientos.

Más que un prestamista de último recurso proveedor de liquidez que garantice una salida ordenada de los mercados, en realidad el FMI funciona como entidad reguladora para el diseño de la salida de la crisis, considerando diversos problemas en estas operaciones:

- a) Proteger a los acreedores de cargar con el costo pleno de decisiones erróneas con lo cual el peso recae en los deudores.
- b) Evitar que se generen condiciones de riesgo moral¹⁰ que favorezcan las prácticas crediticias imprudentes
- c) Comprometer los fondos internacionales imprescindibles pues cada uno de las intervenciones ha venido significando cantidades cada vez mayores

Existen muy diversos factores de orden económico, político y jurídico que impiden crear un prestamista de última instancia que pueda realmente evitar problemas de esta magnitud. El funcionamiento real de ésta índole depende de:

- a) La existencia de reglas y condiciones razonables definidas que deben observar los prestatarios y la capacidad de vigilancia en su cumplimiento por una verdadera autoridad financiera internacional.
- b) El prestamista de última instancia debe tener discreción o capacidad de crear liquidez al cumplir con su función, en un volumen adecuado y en el momento requerido, que generalmente coincide con una elevada restricción crediticia en los mayores mercados financieros.

El FMI no cumple con estas condiciones dado que “requeriría una extensión considerable de las consultas previstas en el artículo IV¹¹ más allá de la capacidad de sostener el tipo de cambio y las posiciones de cuenta corriente, hacia temas relacionados con la cuenta de capital, tales como la dimensión y estructura del vencimiento de la deuda externa” (Cornford, 1999: 61).

¹⁰ El riesgo moral existe cuando la provisión de seguro contra riesgo alienta un comportamiento que eleva las probabilidades de que se materialice ese riesgo. Es decir, el fomento de un comportamiento imprudente o insostenible por parte de los acreedores o deudores que puede acrecentar la frecuencia y posible magnitud de las crisis futuras.

¹¹ Comunicado del Comité Provisional del FMI, abril de 1998

En cuanto a la segunda condición el FMI no cuenta con el acceso y la suficiencia de recursos, dado que dependen de acuerdos llevados a cabo con los países desarrollados

Procedimientos de insolvencia y las crisis de endeudamiento internacional

En los últimos meses el FMI ha estado discutiendo fórmulas para establecer normas legales de carácter internacional que concurren a la instrumentación de procedimiento de quiebras en el caso de moratorias de deuda soberanas. Ello implicaría procedimientos o bien reestructuración financiera o bien de liquidación de activos públicos, en caso de enfrentar imposibilidad de pago de los compromisos de deuda de los países. Por ejemplo los casos de Argentina en los últimos meses y de Brasil en un futuro previsible. Al respecto Cornford (1999: 62) considera que "... los procedimientos en caso de quiebra son particularmente pertinentes frente a crisis de endeudamiento internacional resultantes de problemas de liquidez porque están orientados hacia la reestructuración financiera más que hacia la liquidación". Pero en el caso de crisis de divisas, la protección a la insolvencia disponible bajo las reglas existentes, no ofrece demasiado alivio para el país involucrado, aún en el caso de que la mayor parte de sus acreedores externos sean bancos o empresas privadas.

A consecuencia de las deficiencias de los arreglos institucionales existentes para hacer frente a la crisis de endeudamiento y de la mayor capacidad de los mercados financieros de desestabilizar las economías incluso más sanas, es necesario llevar a cabo reformas, pero que no involucren liquidar activos públicos. Aunque esto último no parece tan claro en las diversas propuestas que se manejan.

Algunas propuestas consisten en:

- a) Creación de un tribunal internacional de insolvencia a través de un tratado internacional ratificado por los países miembros de las Naciones Unidas
- b) Establecer una estructura para la aplicación a deudores internacionales de principios clave para establecer la condición de insolvencia, en particular, las condiciones que, siendo aceptables para los acreedores, permitan a los deudores recuperar capacidad de pago y detener el refinanciamiento no deseado.¹² Identificar la forma de combinar esos principios con las prácticas establecidas para reestructurar deudas

¹² Los altos tendrían que ser aplicados por el FMI. Un procedimiento alternativo consistiría en establecer un jurado independiente que determinaría si un país está justificado al imponer restricciones cambiarias con el efecto de lograr altos en la deuda. Se considera necesario combinar la detención de la situación de

Es decir, lo que se busca es que los países con altos niveles de deuda puedan reestructurar sus vencimientos de tal manera que les permita continuar con el fortalecimiento de su economía; pero es importante aclarar que no se busca condonar la deuda sino ampliar los plazos de su vencimiento los cuales permitan hacer uso de los recursos de manera productiva.

Es necesario señalar que hasta ahora para los países deudores los objetivos de servicio de la deuda y los de elevado crecimiento han sido irreconciliables. Pues evidentemente el servicio de la deuda desvía recursos de las actividades productivas, cuando en gran medida dichos fondos que se tienen como pasivos no llegaron a convertirse en activos productivos locales y menos aún en activos productivos en bienes y servicios transables.

Por otra parte, es evidente que no se ha podido llevar a cabo una supervisión eficiente para poder evitar las crisis financieras procedentes de la desestabilización macroeconómica. Además, a partir de la globalización e integración financiera, cada crisis importante tiene efectos directos en otras regiones; es por ello que las crisis financieras no siempre tiene su origen en el país afectado.

Las crisis financieras internacionales están relacionadas con variaciones importantes en indicadores macroeconómicos externos en los países donde se manifiesta por primera vez la crisis, tal como tasa de interés, tipo de cambio, déficit en la balanza de cuenta corriente, etc.

Los objetivos de vigilancia originales que plantea el FMI se enfocan a las políticas de tasas de cambio, y a la adecuación de las políticas económicas de los países. Pero se ha hecho necesario abarcar transacciones de capital. Sin embargo, estos objetivos no dan respuesta a los cambios que se presenten en las políticas monetaria y cambiaria de Estados Unidos y algunos otros países de la OCDE que influyen en la competitividad internacional y en los flujos de capital, dejando intactos los orígenes de las crisis financieras que son precisamente los derivados de la situación de inequidad en las relaciones monetarias, cuando una moneda, el dólar y las autoridades financieras estadounidenses determinan las condiciones de liquidez del mercado y los niveles de costo financiero internacional.

endeudamiento con un financiamiento que deje al deudor en condiciones de reponer reservas y obtener capital trabajo

2.5.2 Prevención

Para prevenir las crisis, es necesario evitar algunos de los detonadores de éstas, pero también establecer cuáles son sus orígenes de carácter estructural, cuestión que está muy lejos de resolverse con las medidas hasta ahora tomadas. Una condición necesaria para prevenir las crisis bancarias, es lograr un crecimiento y estabilidad económica. A su vez es necesario evitar una expansión ineficiente del crédito, sobre todo cuando ésta resulta de la generación de burbujas en sectores o regiones específicos, pues el crédito se aleja del financiamiento de la actividad económica y por tanto de aquellas actividades que permiten generar los flujos de efectivo necesarios para la amortización y los intereses.

Se ha señalado en reiteradas ocasiones la necesidad de establecer una regulación que permita en forma prudencial anticipar los problemas y no actuar una vez que estos se presentan. También se considera la necesidad de disponer de información suficiente, es decir que los agentes económicos cuenten con toda la información del mercado, de manera que los inversionistas y ahorradores tengan conocimientos sobre las instituciones más confiables. Es necesario clasificar los niveles de riesgo de capital y crediticio en forma más eficiente para evitar problemas de solvencia. Por último es importante que exista la certeza jurídica de que los contratos pactados en transacciones se cumplan o se sancionen, con lo que se le dará confianza a las autoridades judiciales en su desenvolvimiento. Sin embargo, no se considera la destacada importancia que tiene la regulación y supervisión referida al destino del crédito y la generación de los flujos necesarios para su operación.

Información y transparencia

A partir de la crisis de Asia se han impulsado diversas iniciativas, como se ha mencionado, para mejorar los sistemas de información referida a las variables macroeconómicas, informes financieros de bancos y de firmas no financieras. Lo que sugieren estas iniciativas es no solamente contar con más información, sino que debe haber una evaluación adecuada de lo que podría deducirse de la información disponible acerca de la capacidad de los países de continuar obteniendo fondos en mercados financieros internacionales. A pesar de que se reconoce la importancia de la información, es claro que ésta en sí misma no permite frenar el estallido de una crisis, ni siquiera controlar la situación de pánico una vez que ésta estalla.

Por su parte, la transparencia se considera especialmente respecto del manejo de la información macroeconómica que generan los gobiernos y que debe ser entregada al FMI. Aún cuando se reconoce que ha habido importantes mejoras, pues los gobiernos han modernizado sus procedimientos de generación y difusión de información económica, también es cierto que el empeoramiento de las condiciones macroeconómicas puede suceder y de hecho sucede cuando ya ha estallado la crisis. Por otra parte, la información procedente de los distintos intermediarios financieros llega finalmente a los mercados cuando las condiciones de éstos ya han cambiado. Es tan dinámico el movimiento en los mercados que la posición del balance de los intermediarios se modifica aún antes de que acabe de establecerse y generarse la información, y todavía más alejado en el tiempo es el momento en que esta información es conocida por otros participantes del mercado o sus gobiernos y clientes.

En realidad, la opacidad es una característica de los mercados financieros que, además, actúan precisamente con el beneficio del secreto bancario, lo que impide transparentar los flujos de capital y especialmente la salida de flujos de capital de los países en desarrollo que han precipitado las crisis. Aun cuando estos flujos podrían haber estado evadiendo cargas fiscales o incluso proceder de actividades ilícitas.

Regulación y supervisión financiera interna

La crisis de Asia tuvo como una de sus consecuencias una deficiente evaluación crediticia y de los préstamos especulativos, así como la falta de control del riesgo de cambio sobre los bancos y otras firmas financieras. Es una condición necesaria una pero no suficiente llevar a cabo una reforma regulatoria para el fortalecimiento y reestructuración de los sectores financieros en el ámbito internacional; dado que por sí sola no va evitar las crisis financieras. En cambio sí, una reforma regulatoria podría permitir una administración de las crisis más eficiente en el sentido de limitar los daños sobre las economías, sus aparatos productivos y sus trabajadores. Algunos analistas subrayan el hecho de que los sistemas regulatorios nacionales mantienen imperfecciones, pero que éstos no puede construirse previendo una modificación abrupta de las condiciones macroeconómicas, en todo caso éste es un asunto que atañe directamente a la autoridad monetaria. “Ningún préstamo u otro activo en el balance de un banco debe calificarse como bueno. El factor por considerar aquí son los cambios desfavorables en las condiciones macroeconómicas. Se puede

discutir que la calificación de muchos préstamos es también de hecho una característica intrínseca del proceso de rápida expansión de crédito frecuentemente asociado con las crisis financieras. Los límites del potencial de la regulación para evitar crisis son generalmente admitidos de manera que sus objetivos primarios se consideran más orientados a disminuir los problemas de liquidez y solvencia de las firmas financieras, a proteger a los depositantes y a evitar riesgos sistémicos por contagio” (Cornford, 1999: 64). Aunque la regulación y supervisión financiera puede perfeccionarse, las crisis financieras seguirán siendo posibles.

2.5 3 Las políticas diversas en el manejo de las crisis financieras

A diferencia de lo planteado y practicado por el FMI como la única y viable solución para enfrentar las crisis financieras que han sido: flotación del tipo de cambio aplicando una fuerte devaluación de las monedas locales; elevación de las tasas de interés; nuevas restricciones al gasto público; mayor apertura comercial y financiera; mayores privatizaciones. Muchas otras políticas se han discutido en diversos foros académicos y políticos desde años atrás, e incluso han sido parcialmente instrumentadas en diferentes momentos por diversos países.

Controles de capital y administración de activos y pasivos externos.

Aplicar controles de capital facilita la administración de activos y pasivos de un país y así se evita profundizar las crisis financieras, dado que influyen en las decisiones de financiamiento y realización de préstamos y en la tenencia directa de activos.

Algunas formas de controles de capital son:

- a) Controles en las entradas de inversión extranjera directa y colaciones en cartera pueden tomar la forma de autorización o licencia.
- b) Topes en la participación extranjera en el capital de firmas nacionales y en tenencias externas de emisión de deuda
- c) Permiso oficial para emisión internacional de títulos de deuda y acciones
- d) Regulaciones diferenciales de aplicación a firmas externas y nacionales referentes a su constitución y operaciones permitidas
- e) Mercados de dos niveles para distintas transacciones



El impuesto Tobin

La afluencia de capitales ha constituido una importante fuente de perturbaciones macroeconómicas, los flujos son más volátiles y estas fluctuaciones requieren de políticas para que la repentina entrada y salida de capitales no se convierta en ciclos de auge y crisis, es por eso que muchos autores e incluso movimientos sociales han coincidido con la proposición del impuesto Tobin. Se considera que la forma menos intervencionista de reducir la velocidad de reacción de los mercados financieros globales y reducir el volumen de las transacciones de tipo de cambio es mediante el mecanismo de impuestos. Este fue propuesto en los años setenta por James Tobin y establece una tasa de impuesto uniforme, pequeña y global sobre las transacciones privadas de tipo de cambio. Este pequeño impuesto estaría más cargado en las ganancias de los comerciantes en divisas y sobre los inversionistas de cartera en colocaciones de muy corto plazo. El impuesto se supone lograría quitar los grandes beneficios a la actividad especulativa, mientras que tendría un ligero impacto sobre las transacciones relacionadas con el comercio y la inversión internacional de largo plazo. Las cargas del impuesto sobre el comercio internacional y la inversión serían compensadas por la disminución de los pagos compensatorios en contra del riesgo cambiario. El soporte teórico es netamente keynesiano. Para evitar efectos sobre la distribución de recursos se plantea una tasa impositiva pequeña, que afecte todo tipo de transacciones incluyendo *swaps* y derivados. Además, la reducción del comercio de divisas fortalecería la fuerza del Banco Central ante la especulación. La producción económica recibirá, al mismo tiempo, una mayor atención por parte de los inversionistas. Ante la problemática de su implementación se observa que la recaudación de impuestos sería sobre un número manejable de firmas. El impuesto Tobin, exige alguna coordinación entre los gobiernos y podría crear las condiciones para el desarrollo de propuestas de coordinación fiscal más ambiciosas. “En 1941 Keynes escribió que ...nada es más cierto que el hecho de que los movimientos de capital deben ser regulados. De no hacerlo, .. esos movimientos acabarían con cualquier negocio sólido” (Chapoy, 2000b:247)

Los países subdesarrollados han sufrido con más fuerza la volatilidad internacional de capital. Para atraer capitales externos, que compensen su bajo nivel de generación de divisas, han tenido que liberalizar su mercado financiero y mantener un tipo de cambio sobrevaluado. Con estos han financiado los déficit en cuenta corriente, los que en su mayor parte se explican por el creciente volumen de intereses por concepto de deuda, y de ahí los

consecuentes problemas cuando estos capitales salen del país. Estos países muestran mayores dificultades para absorber el impacto del tipo de cambio sobre el nivel de precios, que los países desarrollados.

Con la conjunta implementación de dicho impuesto los países subdesarrollados podrían reducir especialmente dos tipos de inversión volátiles: el arbitraje de tipos de cambio y "open end" fondos mutuos. Sin embargo, la mayor ganancia para estos países está en los beneficios indirectos, reduciendo las presiones sobre los mercados nacionales que ejercen los países desarrollados que permitiría no sólo una regulación sino un beneficio real de dichos capitales.

Los controles para restringir empréstitos externos con bancos

- a) Un encaje legal o reserva obligatoria referidos a depósitos en moneda extranjera y obligaciones con no residentes.
- b) Prohibición a los bancos de pago de intereses a depósitos de no residentes y/o imposición de tasas de interés negativas (comisión) sobre dicho depósitos.
- c) Gravar empréstitos externos para eliminar el margen de arbitraje entre las tasa de interés nacionales y externas
- d) Imponer a entidades financieras y no financieras depósitos en efectivo en el banco central de una determinada proporción de sus empréstitos externos.

Los controles sobre transacciones hacia el exterior para inversiones directas y colocación en cartera pueden aplicarse a residentes y no residentes. Las restricciones a estas últimas pueden imponerse a la repatriación del capital, se puede restringir a los residentes su tenencia de títulos externos, se puede utilizar un mercado doble de cambios para restringir la inversión externa de residentes, se puede restringir por ley los depósitos bancarios en el exterior por parte de residentes.

Se aplican restricciones más severas a la dolarización en sí, limitando el crédito bancario y los depósitos en divisas extranjeras e imponiendo reservas obligatorias sin intereses a los depósitos en divisas externas en cuentas bancarias.

Mayor control de préstamos internacionales e inversiones de cartera

Los controles sobre préstamos internacionales y las inversiones de cartera pueden imponerse en la fuente, por el receptor o en ambos niveles. Se cree que el imponer controles por la fuente está motivada porque no toda la responsabilidad y los costos de dichos controles deben recaer en los receptores, y que, aun cuando existan los controles de los receptores, los controles en la fuente son capaces de disminuir más la probabilidad de movimientos de capital y financieros desestabilizadores

Una propuesta establecería una Corporación Aseguradora de Crédito Internacional (CACI), la cual garantizaría préstamos internacionales a cambio de un arancel, pero establecería un tope (el cual estaría basado sobre una evaluación de la información referida a todos los préstamos, información que el país estaría obligado a proveer al CACI) por país para el monto de préstamos que estaría dispuesto a asegurar. El país tendría acceso a crédito con bajas tasas de interés hasta alcanzar sus topes, y daría como consecuencia que los prestamistas fuesen más cautelosos y habría dinero disponible a tasas de interés que incorporaría una prima de riesgo.

Se ha puesto interés en los préstamos interbancarios, donde la forma de lograr un mayor control sobre la exposición interbancaria internacional de los bancos sería incrementando la ponderación del riesgo de tal exposición en el marco de requisitos de capital, ajustando los procedimientos específicos en cada país para monitorear y controlar las exposiciones externas de los bancos como parte de la supervisión de los mismos.

Políticas cambiarias

Se ha sugerido la implementación de tipos de cambios administrados dado que se supone son eficaces para evitar grandes fluctuaciones en los flujos de capital contribuyendo a la estabilidad macroeconómica. Cuando estalló la crisis de Asia, las economías asiáticas (excepto Hong Kong, el cual operaba con un régimen de caja de conversión) operaban con regímenes de tipos de cambio bajo los cuales el banco central intervenía para estabilizar el cambio al contado. Pero un régimen de cambios administrados probablemente sólo sea sustentable si se acompaña de una activa gestión de obligaciones externas, que frecuentemente acarrea la instrumentación de controles de capital

Consulta y cooperación regional

Algunos objetivos de los acuerdos económicos regionales ha sido la prevención de crisis financieras en los países miembros del acuerdo y/o otros países. Para ello se considera necesario alcanzar algunos acuerdos de confluencia macroeconómica, más allá de los que el mercado pueda asegurar, de manera que los países miembros no se vean afectados por desequilibrios macroeconómicos o financieros. A lo que se agrega la necesidad de instrumentar mecanismos de vigilancia mutua para asegurar la aplicación correcta de las políticas de estabilización económica y financiera.

Esta coordinación macroeconómica debe acompañarse de objetivos económicos más allá de la estabilización, por lo que requiere de la disponibilidad de recursos y de la cooperación fiscal. Mientras que la solvencia de acreedores e inversionistas extranjeros debiera de estar vigilada por el FMI.

La administración de las crisis financieras

Al sucesivo estallido de crisis bancarias, las autoridades financieras se ha planteado la misma disyuntiva con relación a los bancos: “dejar quebrar al sector y ordenar su liquidación o apoyar el restablecimiento de su salud financiera mediante el uso de recursos fiscales” (Gavito, 1999: 24). Disyuntiva poco realista si se considera que cuando se trata de una crisis bancaria que puede poner en peligro al sistema de pagos, las autoridades financieras invariablemente intervienen.

Dejar quebrar y ordenar su liquidación de uno o varios bancos que ocupen una posición relativa importante en el mercado implica que puedan ocurrir corridas lo que representa un costo alto, una prolongación de la crisis y un creciente deterioro de la moneda y del crédito local. En el segundo caso, intervenir y hacer uso de recursos fiscales, las autoridades enfrentan muy diversas condiciones económicas y especialmente políticas entre otras, Gavito (1999:24) destaca:

- a) “Destinar recursos fiscales siempre y cuando sea para evitar una corrida y mantener la estabilidad económica y social
- b) Agotar el capital de los accionistas y sólo apoyar deudores cumplidos con voluntad de pago

- c) Transparentar la situación para conocer la magnitud del problema, con el propósito de lograr la confianza que permita recuperar la estabilidad”

Sin embargo, ante una crisis bancaria no hay un comportamiento previsible de todos los participantes y cada crisis bancaria incluso las más recientes tienen su especificidad ineludibles y determinantes de su curso.

Para algunos analistas, algo muy importante es que el costo fiscal se comporta entre el gobierno, la banca y los deudores. Otros analistas de corte keynesiano consideran que el costo fiscal se diluye con el incremento del gasto público, en un marco de regulación de los flujos de capital.

Es decir, si la existencia de las crisis es ineludible, entonces habrá necesidad de recuperarse ante ellas y especialmente de considerar los mecanismos institucionales que limiten el daño a las capacidades productivas y al empleo. Pero con la actual arquitectura financiera no es muy viable dado que mantiene la inequidad monetaria, es decir, a una moneda nacional como moneda internacional

A raíz del incremento de las crisis financieras, de los crecientes costos de rescates que finalmente se convierten en deudas de los gobiernos nacionales, de los programas de privatización que han mermado los activos en poder de los gobiernos y por tanto su capacidad de continuar endeudándose, pues sus garantías han ido desapareciendo (privatización de energía y telecomunicaciones), en los últimos años algunos analistas consideran que existen dos formas de actuar en presencia de crisis:

- a) Interviniendo inmediatamente y rescatando por medio de fondos públicos. Aunque ello se considera poco conveniente pues se dice que con ese tipo de rescates se reduce el incentivo de una reforma adecuada, encubriendo las pérdidas del sector privado llevando a mayores descuidos –estamos en presencia del riesgo moral-.
- b) La otra forma es el no actuar, debiendo reestructurar el mercado doméstico, una forma es no llevar a cabo el riesgo moral, esta propuesta podría no ser muy deseable, pero si es viable, debemos, en algún momento dejar que se quiebran las instituciones (ya sea bancos o empresas) se afirma que “un capitalismo sin bancarrotas es como un catolicismo sin pecados” (Eichengreen, p 15), es decir a la primera debemos aprender, *el sistema se debe fortalecer por sí solo.*

Esta idea equivocada de dejar resolver las crisis al mercado, en realidad ha servido para atar de manos a los gobiernos para actuar en el sentido de contener y administrar las crisis bancarias y además opacan y ocultan a la sociedad y a los contribuyentes el destino de los voluminosos rescates.

El papel de FMI y sus intervenciones en las crisis de México y Asia, provocó en su contra fuertes críticas de parte de algunas autoridades financieras y de algunos inversionistas internacionales. Aún así, el FMI ha venido conduciendo el sentido de las reformas de la llamada nueva arquitectura financiera internacional, que implica entre otras cuestiones una muy fuerte vigilancia del propio FMI sobre los sistemas financieros de los países endeudados, conduciendo directamente las reformas financieras locales. En esa medida el FMI redujo los incentivos para una verdadera reforma financiera internacional y ha estado protegiendo a los inversionistas de los países desarrollados y a sus intermediarios financieros de las sucesivas pérdidas provocadas por las crisis.

En el verano de 1998, Rusia puso el ejemplo de cómo se puede desvanecer la confianza y cómo ello afectó a los mercados de capital en el sudeste de Asia, Europa Oriental, Latinoamérica e incluso Europa y los Estados Unidos. Más la crisis Rusa hace pocos años y la actual crisis Argentina ponen en claro que dejar que el destino arregle las cosas no han sido salidas ni mucho menos salidas aceptables.

Se ha optado por otro tipo de medidas indispensables, como la reestructuración de la deuda, la inclusión de más cláusulas a los contratos que previenen a los prestatarios individuales de problemas legales y proponiendo la inclusión de cláusulas de acción común, que comprometen a los tenedores a aceptar nuevas emisiones de bonos, a cambio de mayores rendimientos.

De cualquier manera, a pesar de la titulación de la deuda externa y la menor presencia del crédito sindicado en la composición de la deuda de los mercados emergentes, reestructurar la deuda es la alternativa más viable e importante de ejecutar pues la alternativa de incumplimiento hasta ahora parece ser excesivamente costosa. Lo que también es válido para las crisis bancarias nacionales, y ello implica resguardar no sólo los intereses de los depositantes de los bancos sino también de los prestatarios y su capacidad de pago.

Entre las recomendaciones que algunos autores han considerado como viables hacia una reestructuración internacional de la deuda son las siguientes:

- a) Una organización basada en el voto de mayorías, además de cláusulas más precisas en los contratos de préstamo. Esto prevendría a acreedores aislados recurrir a litigios y otras medidas que obstruyen las liquidaciones que hacen mejorar el bienestar del deudor y la vasta mayoría de los acreedores.
- b) Otros cambios deseables que pudieran hacerse a los contratos de deuda son la creación de cláusulas de representación colectiva (tomando por escrito a un garante o fiduciario para representar y coordinar a los deudores en el caso de deudas nacionales) y cláusulas que estipulen un porcentaje mínimo de poseedores de bonos gubernamentales, con lo que se permitirán flexibilizar la reestructuración de adeudos. La tarea puede realizarla los legisladores y reguladores en los Estados Unidos y el Reino Unido, que son los principales mercados en donde se negocian los títulos soberanos de los países emergentes, sin que tengan que ceder jurisdicción o autoridad a un órgano supranacional. Medidas como estas son más realistas que las de una corte internacional para bancarrotas, que lo único que provocarían serían la reducción el bloqueo de los mecanismos de pago.
- c) Adicionalmente, la creación de comités de acreedores proveería de mejor comunicación entre acreedores y deudores, negociaciones expeditas y reducción de las asimetrías de información que alientan los dos lados de una lucha que sólo lleva al desgaste.
- d) El FMI podría prestar a países a cuenta de su deuda externa por cuanto estos receptores estén realizando un esfuerzo serio de ajuste y que estén sosteniendo negociaciones de buena fe con sus acreedores, ofreciendo el equivalente del financiamiento en poder del deudor de que disponen las corporaciones estadounidenses. Esto no sólo contribuiría a reanimar una economía que se halla en crisis, sino que estimulará a los acreedores a sentarse a la mesa de negociaciones, al acelerar el ritmo de las negociaciones de reestructuración. Y cuando el problema sea el incumplimiento de empresas y deudas bancarias, la solución se basa no en diseños irreales de una corte internacional para decretar quiebras, sino en fortalecer los estatutos de nacionales de bancarrota, refortaleciendo la independencia del sistema judicial que las administra, y armonizando dichas leyes en los distintos países.

A manera de conclusión, puede decirse que el manejo de las crisis requiere de medidas de carácter nacional e internacional, las primeras deben abarcar un nuevo enfoque sobre la

liberalización financiera, para regular el mercado nacional de crédito; y la apertura económica debe estar limitada en algunas áreas de la economía nacional vinculadas a la exportación. Se requiere de un sistema financiero nacional fuerte, con una moneda estable y regulada, que se acompañe de controles de capital y de una fortaleza de las finanzas públicas basadas en la tributación nacional.

En cuanto a las medidas de carácter internacional, dada la poca efectividad en las funciones de los organismos internacionales como el FMI, es necesario llevar a cabo una nueva arquitectura financiera que permita replantear sus objetivos, incrementar la provisión de liquidez internacional a través de una moneda independiente de algún país; mejorar las normas de regulación bancaria, ser más flexibles en la política cambiaria, y llevar adelante un nuevo enfoque sobre la reestructuración internacional de la deuda externa de los países subdesarrollados.

3. *CRISIS BANCARIAS Y FINANCIERAS*

El objetivo de este capítulo es analizar las diversas aproximaciones teóricas acerca de los orígenes de las crisis bancarias. Asimismo se pretende estudiar los diversos modelos teóricos que analizan como se originan las crisis financieras. Por supuesto, el tema es y seguirá siendo de encontrada controversia, pues resulta a todas luces evidente que dependiendo de los orígenes que se establezcan, se efectuarán toda una diversa gama de políticas que les enfrenten y prevengan. Uno de los elementos clave en el estallido de las crisis bancarias más recientes ha sido precisamente el grado de dolarización de las economías en desarrollo. La creciente liberación financiera, la apertura comercial, el énfasis en la extraversion de las economías, pasando a ocupar un lugar muy importante en la economía la producción que se exporta, todo ello fue disminuyendo el poder de las monedas nacionales. Pero también la insistencia en la desaparición de los déficit públicos y la disminución del gasto público y de los ingresos tributarios. Tanto depositantes como prestatarios buscan dolarizar sus activos y pasivos financieros, los bancos buscan mantener sus balances más o menos equilibrados en términos monetarios. Sin embargo, cuando se sucede un movimiento cambiario brusco, se produce un desbalance monetario entre activos y pasivos que implica una quiebra técnica en la medida en que involucra una pérdida igual o incluso muy superior al patrimonio de los bancos.

Las crisis bancarias han dejado un cúmulo de lecciones importantes para los países y para depositantes y deudores. Muchas de ellas han sido la puerta hacia años de descenso de los depósitos y del financiamiento disponible e incluso de nuevos episodios de crisis bancaria, pues varios países han tenido sucesivas crisis bancarias en los últimos veinte años. También es cierto que la recuperación de la confianza en el sistema financiero local y la reconstrucción de los sistemas financieros no se ha alcanzado en muchos países, incluso años después de las crisis. En muchos casos estas crisis infligieron pérdidas entre los ahorristas, pero también entre los prestatarios debido al encarecimiento y ausencia del financiamiento y a las pérdidas de patrimonio. También entre los contribuyentes pues una parte de los costos financieros han sido transferidos a los presupuestos públicos. En algunos casos, la reconstrucción de los sistemas financieros está llevándose a cabo por intermediarios financieros extranjeros y conglomerados que no necesariamente profundizan el crédito, ni tampoco está disponible a los sectores productivos, por ejemplo el sector

agropecuario o bien la pequeña y mediana empresa. Estos temas serán tratados en éste y los subsecuentes capítulos.

3.1 *Causas de las crisis bancarias*

Una de las características de los bancos es que tienen un elevado índice de endeudamiento con relación a su nivel de capital. Los bancos de reserva fraccionaria como se les conoce, manejan un volumen de activos muy superior a su capital. Los Acuerdos del Comité de Basilea han estado impulsado una estricta regulación acerca del nivel de capitalización obligatorio de los bancos, especialmente de los que actúan en el ámbito internacional. Muchos bancos de todas partes del mundo han buscado alcanzar los niveles de capitalización señalados por Basilea, para no quedar fuera del mercado interbancario. Pero aún con un margen de capital propio de entre el 8 y 10%, los bancos son vulnerables en la presencia de crisis económicas que afectan la capacidad de pago de los deudores, pues deben realizar provisiones por la cartera no recuperada y por los intereses no cobrados. En otras palabras, el deterioro en la calidad de los activos de los bancos tanto de la cartera de valores como la del crédito, obliga a las instituciones a constituir provisiones o a castigar dichos activos, lo que genera pérdidas que pueden ser superiores al capital ocasionando problemas de insolvencia; ésta puede contagiar al resto del sistema financiero y producir una corrida ¹³ ocasionando un colapso financiero.

Estos problemas pueden ocasionar fragmentaciones en el sistema de pagos afectando al desarrollo del sistema productivo; es decir, dado que sistema financiero es más vulnerable a las crisis económicas, los problemas que surjan repercuten en toda la economía.

Las causas de las crisis más señaladas en la literatura a partir de las diversas experiencias recientes, pueden sintetizarse de la siguiente manera:

- a) Inestabilidad macroeconómica. Considerada como el entorno más propicio para el estallido y provocada, en el concepto del FMI, por un desequilibrio fiscal, aunque desde el punto de vista Keynesiano provocada por la insuficiencia del déficit fiscal. Se considera que la evolución de las variables macroeconómicas es muy importante dado que, cuando el nivel de intermediación es elevado en una economía, el sector que concentra los efectos más severos de la inestabilidad es el sector financiero y

¹³ Retiro masivo de los depósitos bancarios

- particularmente los bancos¹⁴ lo que repercute en la solvencia de las instituciones ocasionando una crisis bancaria. Los efectos de la inestabilidad macroeconómica se ven reflejados en: i) El deterioro de los activos y el fondeo de los bancos, dado que el incremento en las tasas de interés y el tipo de cambio afecta la capacidad de pago de los deudores, ocasionando un deterioro en la cartera de crédito de los bancos. ii) Las principales fuentes de financiamiento son los préstamos del exterior y los depósitos del público ahorrador, al ocurrir una inestabilidad macroeconómica, se deteriora la capacidad de fondeo dado que, en presencia de alta inflación, altas tasas de interés y devaluación de las monedas, el acceso al crédito resulta prohibitivo.
- b) Expansión del crédito. La expansión del crédito ocurre cuando: i) Un proceso de liberalización del sector financiero y, ii) El inicio de la fase de expansión del ciclo económico. En vista de que las familias se encuentran en una fase de superávit y optimistas respecto de sus ingresos futuros, el crédito se otorga con altas expectativas de crecimiento de los ingresos futuros, sin medir el riesgo de una caída o incumplimiento de las expectativas al variar la tendencia en forma negativa del ciclo económico. Pues ello afecta la liquidez y la utilidad de los deudores y ocasiona un deterioro en la cartera vencida de las instituciones. A su vez, el no contar con una adecuada supervisión en el otorgamiento del crédito ocasiona problemas de solvencia del sector bancario.
- c) Burbujas especulativas. La expansión del crédito se dirige a los sectores cuyos bienes constituyen una garantía de los créditos. La cantidad de recursos canalizados al sector incrementa la demanda de éstos, así como sus precios. Al incrementarse éstos últimos, se atrae más crédito al suponer que las garantías tienen un valor mayor, por lo que se “inicia el ciclo perverso que infla los valores de dichos bienes y se conoce como una burbuja” (Gavito, 1999: 23). Si los precios empiezan a declinar por caídas en el volumen del crédito, —es decir, la burbuja estalla— el valor de las garantías no alcanza a cubrir el adeudo, generándose carteras impagas y la adjudicación de las garantías ocasiona quiebras de muchas empresas.
- d) Debilidad en la regulación y supervisión. También se considera que las autoridades regulatorias y supervisoras no han estado preparadas para enfrentar los signos más

¹⁴ Esto ocurre cuando el sector bancario tiene mayor participación en el sistema financiero, y éste se encuentra altamente concentrado.

evidentes del proceso de crisis. Por ello se plantea que los sistemas de regulación y supervisión deben ser más eficientes. Se plantea que la ausencia de estas condiciones se debe a la falta de profesionalismo, capacidad y modernización del personal que realiza las tareas de supervisión y la ausencia de un marco regulatorio adecuado, con lo que se incrementa la probabilidad de una crisis bancaria.

- e) Entorno legal. Ha sido uno de los temas más importantes al estallido de las crisis pues se argumenta que la falta de un entorno legal agrava la crisis bancaria, dado que el riesgo de que los deudores no cumplan con sus compromisos se incrementa por la falta de eficiencia en los procesos judiciales en la ejecución de garantías y además tampoco es eficiente para prevenir el destino ilegal de los fondos de ahorro y otros.

A partir de las sucesivas crisis bancarias y los elevados costos que ha implicado para diferentes sectores, la comunidad financiera internacional ha invertido en desarrollar modelos de predicción de crisis, aún cuando ello podría contener apreciaciones erróneas o mal estimadas. “Las crisis financieras son un complejo de sistemas no lineales en donde las partes interactúan de manera predecible” (Eichengreen, 1999:13). Los ataques especulativos dependen no sólo de la debilidad del sistema financiero, dependen también de cómo el gobierno defiende su moneda. Existen cada vez menos modelos estadísticos para predecir, ahora hay figuras matemáticas (denominadas *fractales*) donde si se modela, se obtiene una figura de comportamiento dada, esto es, se determina una figura solo si puede haber otra que se acerque a ella (es algo parecido a un rompecabezas). Los modelos estadísticos son como la escala de *Richter* no predicen pero si miden. Se parte de la idea de que las crisis van a ocurrir, dado que van a existir cambios extremos que desestabilicen al mercado. Sólo metiendo en una camisa de fuerza al mercado financiero podríamos evitar una crisis. Las crisis son inevitables, es por ello que mientras existan mercados financieros, habrá ciclos, pero es posible limitar la vulnerabilidad de las crisis.

3.2 Modelos de primera generación

Para entender ¿por qué surgen las crisis?, es importante analizar los distintos modelos teóricos sobre crisis financieras los cuales tratan de identificar las variables y mecanismos que conducen a ellas y partir del análisis se pueda actuar sobre su desarrollo. Para ello en

este apartado analizaremos dos vertientes teóricas sobre las crisis, los llamados modelos de primera generación y los modelos de segunda generación

Los modelos de primera generación se definen como aquellos que explican las crisis de balanza de pagos por una incompatibilidad entre la política cambiaria de un gobierno y sus políticas fiscal y monetaria. Los modelos iniciales de primera generación parten de que el tipo de cambio de un país se hace insostenible debido a una expansión del crédito interno, lo que da lugar a una reducción de las reservas internacionales del banco central de ese país. Antes de que las reservas del gobierno se agoten se produce un ataque especulativo contra su moneda obligando al Gobierno a abandonar la defensa del tipo de cambio, dejando flotar libremente la moneda. Las crisis de balanza de pagos se asocian con los grandes movimientos de la balanza comercial y de la cuenta corriente que se producen durante los periodos precedentes a la crisis. Normalmente, en el periodo anterior a una crisis de balanza de pagos se suelen producir grandes déficits por cuenta corriente.

Modelo de Krugman (1979)

Krugman desarrolla un modelo en el que analiza el caso de una crisis de balanza de pagos, entendiendo como tal, la rápida pérdida de reservas del Banco Central de un país, provocando un ataque especulativo contra la moneda y haciendo, por tanto, que el gobierno no pueda mantener el tipo de cambio y se vea obligado a devaluar.

El modelo macroeconómico del que parte Krugman posee dos características fundamentales:

- a) la demanda de moneda nacional depende del tipo de cambio,
- b) el tipo de cambio que equilibra el mercado de dinero varía a lo largo del tiempo.

El modelo parte de una economía pequeña cualquiera que produce un bien comercializable en los mercados internacionales, cuyo precio en el territorio nacional queda definido por el tipo de cambio de la moneda nacional expresada en términos de la moneda extranjera multiplicado por el precio del producto en los mercados internacionales.

Se asume además la hipótesis de que el precio del bien en el extranjero es constante e igual a 1, por lo que el precio interno del producto será igual al tipo de cambio. También se asume la hipótesis de precios y salarios flexibles, y nivel de producción de pleno empleo. La balanza comercial que en el modelo planteado se corresponde con la balanza en cuenta corriente, queda definida como la diferencia entre la producción y el gasto:

Respecto al mercado de activos, el modelo establece que los inversores sólo pueden elegir entre dos activos: moneda nacional y moneda extranjera siendo el tipo de interés nominal de ambos activos igual a cero. De esta forma la riqueza real de los residentes nacionales será igual a la suma de las tenencias de moneda nacional más las tenencias de moneda extranjera.

Por último el modelo considera que los extranjeros no poseen moneda nacional y en situación de equilibrio se asume que los residentes nacionales deben estar dispuestos a mantener dicho stock. La condición de equilibrio de la cartera establece que las tenencias de activos en moneda nacional equivalen a una proporción de la riqueza real de los residentes, y que esa proporción depende a su vez de la tasa de inflación esperada, y dado que uno de los supuestos del modelo es que el nivel de precios interiores se corresponde con el tipo de cambio, las posesiones de activos en moneda nacional dependen de la tasa de depreciación esperada de la moneda.

Krugman contempla dos regímenes económicos diferentes: sistema con tipo de cambio flexible y sistema con tipo de cambio fijo. El comportamiento de la economía en el corto plazo es diferente según cual sea el sistema de tipo de cambio. Un aumento de la tasa de inflación esperada bajo un régimen de tipo de cambio flexible produce un aumento del nivel de precios interiores, mientras que cuando el tipo de cambio es fijo, un aumento de la tasa de inflación esperada supone una alteración en la composición de la riqueza de los residentes, aumentando los activos de moneda extranjera y disminuyendo los activos de moneda nacional. Esta situación provoca un cambio compensatorio en las reservas del gobierno que disminuyen exactamente en la misma cantidad en que aumentan las tenencias de moneda extranjera en manos de los residentes privados.

En el modelo, Krugman analiza también el comportamiento dinámico de la economía bajo ambos tipos de cambio. En el caso del tipo de cambio flexible, se asume que la reacción de dinero depende únicamente de las necesidades de financiación del gobierno. Por tanto el crecimiento del stock de dinero vendrá determinado por las diferencias entre los gastos e ingresos del gobierno.

Relacionando gasto público y oferta monetaria y bajo el supuesto de previsión perfecta de la tasa de inflación, Krugman demuestra que la demanda de activos en moneda nacional dependerá exclusivamente del crecimiento de precios y que los residentes nacionales sólo

estarán dispuestos a aumentar la proporción de moneda nacional, sobre moneda extranjera, si se produce una reducción en el nivel de precios

Bajo un régimen de tipo de cambio fijo se parte de la hipótesis de que el gobierno posee un stock de reservas de moneda extranjera que utiliza para estabilizar el tipo de cambio

El sector privado sólo puede adquirir activos si disminuye su gasto respecto a sus ingresos.

En este caso (tipo de cambio fijo) y debido a que el nivel de precios es constante, el crecimiento de la riqueza de los residentes equivaldrá al ahorro del sector privado. De esta forma la distribución del ahorro entre activos denominados en moneda nacional y activos en moneda extranjera vendrá determinada por la condición de equilibrio de la balanza. Mientras los inversores confíen en el mantenimiento del nivel de precios por parte del gobierno, la inflación esperada será nula y por tanto la relación entre riqueza y depósitos en moneda nacional será estable.

El gobierno podrá cubrir su déficit emitiendo nueva moneda nacional o utilizando sus reservas de moneda extranjera. Mientras el gobierno se comprometa a mantener el tipo de cambio, no posee control sobre cómo se financia su déficit.

A lo largo del tiempo, tanto la riqueza del sector privado como las reservas del gobierno variarán. Cuando el gobierno incurra en déficit sus reservas disminuyen aunque el ahorro del sector privado sea cero. En situación de déficit fijar el tipo de cambio resulta imposible independientemente de la cantidad inicial de reservas que tuviera el gobierno y el efecto derivado de la fijación provocará una crisis de la balanza de pagos.

Modelo de Robert Flood y Peter Garber (1984)

Los autores desarrollan dos modelos cuyo objetivo es estudiar el momento en el cual se produce la caída de un régimen de tipo de cambio fijo. El primero de los modelos que plantean, es un modelo que parte de la hipótesis de previsión perfecta y que permite identificar el momento en el cual se produce el colapso del régimen, a partir de los movimientos observados en las reservas del banco central. El segundo modelo, es un modelo estocástico que permite conocer la probabilidad de que se produzca un colapso del régimen, así como determinar la devaluación que se producirá del tipo de cambio.

a) Modelo temporal continuo en situación de previsión perfecta

En este primer modelo se intenta determinar el tipo de cambio flotante que se produce tras el colapso del régimen en un momento cualquiera del tiempo. A este tipo de cambio lo llaman “tipo de cambio flotante sombra”. Posteriormente analizan cómo se produce la transición de un sistema de tipo de cambio fijo a un sistema de tipo de cambio flexible.

El momento del colapso del régimen se produce cuando se terminan las reservas del banco central, pero antes de que se agoten las reservas, los agentes económicos previendo que se van a agotar provocan un ataque especulativo contra la moneda del país haciendo de esta forma que las reservas se agoten más rápidamente.

La conclusión básica en este modelo es que a medida que se produce un aumento del nivel de reservas iniciales se retrasa el momento del colapso del régimen, mientras que si aumenta el crédito interno se acelera el proceso. Por tanto, mientras el crédito interno no aumente, el colapso del régimen se retrasará indefinidamente. Esto es así porque antes de que se produzca el colapso del régimen se produce un cambio en la composición de la oferta monetaria, aumentando el crédito interno en detrimento de las reservas.

b) Modelo temporal discreto en situación de incertidumbre

Este segundo modelo se incorpora la incertidumbre respecto al modelo anterior para analizar el tipo de cambio futuro que alcanza una moneda que ha pasado de un régimen de tipo de cambio fijo a uno flexible. El régimen de tipo de cambio fijo se colapsará si el tipo de cambio flexible que se alcanzaría en el supuesto de que las reservas del Banco Central se agotaran en el periodo t fuera superior o igual al tipo de cambio fijo. Es decir, los agentes comprarían todas las reservas al banco central al tipo de cambio fijo, para luego revenderlas al tipo de cambio sombra, obteniendo por tanto un beneficio por cada unidad de reserva. Si fuera posible acceder a estos beneficios los agentes comprarían todas las reservas del banco central. Sin embargo, si el tipo de cambio sombra es menor que el tipo de cambio fijo, los agentes no tratarían de adquirir las reservas del Banco Central para revenderlas ya que no obtendrían ningún beneficio con ello. Por tanto, el requisito para que se produzca el ataque especulativo contra la moneda es que el tipo de cambio sombra sea mayor o igual que el tipo de cambio fijo. A partir de este segundo modelo se identifica la probabilidad de que se produzca un colapso del régimen en $t + 1$ con la probabilidad de que en $t + 1$ el tipo de cambio sombra sea mayor o igual del tipo de cambio fijo.

3.3 Modelos de segunda generación

La filosofía de los modelos de segunda generación se basa en considerar que en toda economía existe una interrelación entre el comportamiento del sector privado y las decisiones que toma el sector público o Gobierno. Así, una crisis financiera puede tener lugar cuando los agentes privados comienzan a tener expectativas sobre una posible devaluación de la moneda, ya que esta situación se refleja en el tipo de interés que comienza a elevarse como medida para atraer moneda nacional frente a la extranjera, lo que puede llevar al Gobierno a devaluar, preocupado por el control del coste del servicio de la deuda.

Al contrario, si los agentes privados no tienen expectativas de que se vaya a modificar el tipo de cambio de la moneda nacional, el tipo de interés se mantiene bajo y la devaluación es menos probable.

En esta línea se encuadra el modelo de Obstfeld (1994), donde el sector privado determina el salario de un periodo en el periodo anterior sin conocer la política económica que llevará a cabo el Gobierno, pero basándose principalmente en las expectativas existentes sobre dicha política. Esto condiciona la actuación del Gobierno respecto a devaluar o no la moneda, ya que si el sector privado no espera una devaluación, el salario reflejará la estabilidad de la moneda, lo que incentivará al Gobierno a mantener el tipo de cambio fijo.

Al contrario, si el sector privado prevé una devaluación de la moneda, el salario tenderá a subir con el fin de compensar a los trabajadores por la pérdida de poder adquisitivo, y el empleo se reducirá, lo que puede llevar al Gobierno a devaluar la moneda en un intento por controlar el nivel de producción, aunque la subida salarial estuviese basada sólo en expectativas.

Una característica teórica de este tipo de modelos (basados en expectativas racionales) es que presentan soluciones múltiples. La existencia de expectativas por parte de los agentes económicos que participan en el mercado, pudiendo anticipar ataques con éxito contra la moneda que alteren la política económica del país, generan distintas situaciones de equilibrio: (1) la primera situación de equilibrio es aquella en la que no hay expectativas de ataque y no cambian los fundamentos económicos, por lo que se mantiene el tipo de cambio fijo de manera indefinida; (2) el segundo equilibrio es aquel en el que las expectativas sobre un ataque especulativo se acaban confirmando y terminan por provocar

un cambio en los fundamentos que validan ex-post la variación en el tipo de cambio que los especuladores habían anticipado; (3) entre estas situaciones extremas de equilibrio, se dan otros equilibrios durante el tiempo en que el Gobierno está defendiendo la paridad pero existen expectativas de devaluación por parte de los agentes económicos

En este sentido Krugman afirma que los equilibrios múltiples son, paradójicamente, menos probables cuando los fundamentos son malos. Cuando los fundamentos son claramente inconsistentes con el sistema de tipo de cambio fijo, los inversores no tienen dudas de que la crisis ocurrirán, y el modelo rápidamente converge a un equilibrio en el que la moneda es atacada y devaluada. Sólo cuando los fundamentos son “bastante buenos” y los inversores dudan si habrá crisis o no, es cuando existen múltiples equilibrios

En consecuencia el papel de los fundamentos económicos en este tipo de modelos aparece de forma secundaria (frente a los modelos de primera generación) ya que aunque según estos modelos no son los fundamentos los que originan las crisis, sin embargo, son los que permiten hacerlas posibles. En estos modelos, los fundamentos económicos determinan el rango de posibilidad del equilibrio, es decir, aunque unos fundamentos económicos débiles no tiene porque generar una crisis financiera, si es cierto que un país que se encuentre en esta situación económica tendrá mayor probabilidad de sucumbir ante un ataque de su moneda, que un país con unas condiciones económicas de mayor fortaleza.

Modelo de Robert P Flood y P Marion (1995)

El supuesto del que parte este modelo es que los salarios de un periodo se fijan en el periodo anterior, basándose fundamentalmente en las expectativas que el mercado laboral tiene sobre la política económica que llevará a cabo el Gobierno en ese periodo. Según este mecanismo, si los agentes económicos prevén una posible devaluación de la moneda, esto quedará reflejado en las negociaciones salariales lo que provocará desequilibrios económicos: elevación de los salarios como medida de proteger el nivel adquisitivo ante una probable devaluación y consecuente elevación del nivel de precios del país. Estos desajustes económicos pueden ser corregidos por el Gobierno utilizando una variable de política económica, el tipo de cambio, ya que éste es fijado con posterioridad a las negociaciones salariales. Si el Gobierno ante las expectativas de devaluación decide devaluar, corregirá los desequilibrios económicos a costa de perder el control sobre el nivel

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

de producción interno (evitará un incremento de la inflación pero disminuirá su control sobre las variables que definen el nivel de producción), si por el contrario decide mantener el sistema de tipo de cambio fijo estará alimentando un proceso en el que se producen elevaciones en los salarios y en los niveles de precios del país.

Modelo de Bernard Bensaid y Oliver Jeanne (1996)

Se considera un modelo en el que un país trata de fijar su moneda respecto a la moneda de un país extranjero. El país determina el tipo de interés nominal de tal manera que le permita mantener la paridad, mientras que el país extranjero fija su política monetaria en función de conseguir sus propios objetivos políticos

Ante las expectativas de devaluación de la moneda nacional el Gobierno puede optar por defender la moneda lo que le obligaría a elevar los tipos de interés generando un coste para la economía. Para evitar el coste de defender la moneda el Gobierno puede decidir abandonar el sistema de tipo de cambio fijo lo que también genera un coste, asociado a la pérdida de reputación del Gobierno. La dinámica de la crisis en este modelo presenta la característica de “autogeneración” típica de los modelos de segunda generación, por la cual las expectativas de devaluación se retroalimentan en la medida que el Gobierno defiende la moneda, lo que acaba terminando en una devaluación basada en expectativas. La crisis aparece cuando los agentes del mercado comienzan a esperar una devaluación, lo que provoca incrementos en el tipo de interés nominal y con ello incrementa el coste de permanecer en el sistema de tipo de cambio fijo. A la vez, el hecho de que este coste incrementa las expectativas de devaluación lo que a su vez hace incrementar más el coste, entrando en un círculo vicioso que termina cuando el coste de permanecer en el sistema es tan elevado que el Gobierno decide devaluar.

Modelo de Maurice Obstfeld (1996)

El supuesto de partida de este modelo se basa en que cuando se genera un cierto escepticismo en el mercado hacia el tipo de cambio de la moneda nacional, el Gobierno decide tomar medidas para defender el tipo de cambio, generando, como coste, una consecuente pérdida de empleo (provocada por el deterioro de las condiciones económicas) durante el periodo en el que se lucha por mantener la paridad de la moneda.

La decisión de devaluación por parte del Gobierno consiste en minimizar la siguiente función de pérdida que recoge el coste asociado a mantener el tipo de cambio fijo (reducción en el empleo y en los niveles de producción) y el coste asociado a devaluar la moneda (elevación de la inflación ya que se identifica, como supuesto de partida, el precio de la moneda con el nivel de precios nacional):

Modelos de Contagio

Dentro de los modelos de segunda generación, los últimos estudios se han centrado en los efectos contagio como la “chispa” de las crisis financieras que están teniendo lugar en los últimos tiempos. El primer desarrollo teórico que trata esta cuestión es el presentado por Gerlach y Smets (1995) En su modelo consideran dos países unidos por el comercio de mercancías, en el cual, una depreciación de una de las monedas se contagia al otro país a través de diferentes canales: (1) incremento de la competitividad de las exportaciones de mercancías del país, que producen un déficit en el comercio del segundo país y una gradual disminución de las reservas internacionales de su banco central; (2) una reducción en el precio de las importaciones del segundo país que conduce a una disminución del índice de precios al consumo y de la demanda de dinero nacional por parte de los residentes, lo que genera un incentivo para cambiar moneda nacional por moneda extranjera reduciéndose las reservas del banco central Buitert et al. (1996) usa un modelo de cláusula de escape de política de tipo de cambio para analizar la propagación de una crisis en un sistema de N+1 países, N de los cuales (denotados como la “periferia”) fijan el tipo de cambio en función del de un país (el “centro”). Goldfajn y Valdés (1996) Ellos se centran en las reglas de liquidez en los mercados financieros. Una característica novedosa en su modelo es la introducción de intermediarios financieros. Estos autores muestran como, por la presencia de cada intermediario, pequeñas distorsiones provocan efectos a escala en la moneda. Los intermediarios abastecen de activos líquidos a los inversores extranjeros que no están dispuestos a comprometerse en inversiones a largo plazo. Cuando, por razones exógenas, los inversores extranjeros retiran sus depósitos, los intermediarios no son capaces de soportar el coste de convertir en líquido sus activos haciendo frente al fracaso. Es entonces, cuando la quiebra de un banco puede producir una crisis bancaria “autogenerada”, (Diamond y Davig (1983)), plantean que la caída de la moneda puede generar una crisis del tipo de cambio “autogenerada”). Además, la quiebra de los intermediarios puede

provocar la caída de la moneda ya que los inversores extranjeros retiran sus depósitos y los convierten en depósitos extranjeros. Estas crisis pueden rápidamente contagiarse a otros países cuando los inversores internacionales encuentran dificultades para obtener liquidez como resultado de la crisis bancaria en un país, optando por liquidar sus posiciones en otros mercados nacionales.

A partir de estos modelos se ha intentado explicar las crisis financieras en los últimos años, pero como se han presentado fenómenos que no habían ocurrido en éstas crisis se ha intentado estudiar las crisis con los llamados modelos de tercera generación los cuales tienen tres aproximaciones teóricas: a) El primer enfoque fue desarrollado por Aghion (2001) y Krugman (1999) en este modelo se centran en los problemas de los balances de la empresas y en la determinación de la capacidad de inversión derivados de éstos, b) El segundo enfoque fue desarrollado por Corsetti (1998) y su estudio destaca el crecimiento excesivo del crédito debido al riesgo moral por las garantías implícitas del gobierno y los modelos que resultan de la combinación de pánicos bancarios y aspectos *self-fulfilling* (autorealizables) fueron desarrollados por Chang y Velasco (1999 y 2000) donde se centran en la inexistencia de liquidez en el sistema bancario como condición necesaria y suficiente para la existencia de una crisis.

SEGUNDA PARTE

MÉXICO Y EL SUDESTE ASIÁTICO: CRISIS FINANCIERAS EN LOS NOVENTA

4. LA CRISIS FINANCIERA MEXICANA EN 1994

El objetivo de este capítulo es analizar las consecuencias y repercusiones de la crisis financiera en México durante el periodo 1994/1995, así como sus mecanismos que sirvieron para frenarla. Para ello, se realizó el estudio a partir de 1982, periodo en el cual el país estaba sumergido en una severa crisis. La crisis de 1982 es el parámetro más cercano para analizar la crisis de 1994-1995. Ha sido considerada como una crisis de deuda vinculada a la crisis del modelo de sustitución de importaciones. Sin embargo, esa crisis también fue una crisis cambiaria y de balanza de pagos, en la medida en que colocó al país en la incapacidad de continuar con el tipo de cambio sobrevaluado y elevadas importaciones. Pero a pesar de todo ello, el elemento que constituía el mayor volumen de las operaciones en la cuenta corriente del sector externo fueron el pago de intereses de la deuda externa, tanto pública como privada, aunque esta última en menor medida. La crisis de 1982 encontró al sector financiero nacional y especialmente a los bancos altamente dolarizados, de manera que cuando se enfrentan a tener que responder con dólares a sus depositantes, cuando las reservas internacionales fueron agotadas, los bancos estaban de hecho en quiebra técnica. Esta quiebra nunca se enfrentó como tal ni se presentó el pánico bancario pues antes de eso, fueron nacionalizados los bancos, de manera que no se rompió el sistema de pagos y el gobierno avaló las deudas externas de todo el sector privado, incluyendo los bancos. A los residentes se les pagaron en pesos sus depósitos en dólares, a partir de una nueva ley monetaria, con lo cual se vieron imposibilitados de emprender acciones legales. La presencia de un control cambiario a partir del estallido de la crisis, si bien no impidió que las reservas se agotaran, impidió que continuaran dolarizándose los depósitos o incluso fugándose. Y permitió que el gobierno instrumentara una salida ordenada de la moratoria de la deuda externa, recuperando la capacidad de pago de los intereses a partir de una administración centralizada de las divisas que generaba el país en esos años, otra parte de los intereses se capitalizaron con lo que la deuda pública creció. En este capítulo se analizará el curso de la más importante crisis financiera y bancaria del país

que incluso trajo como resultado que los mayores intermediarios financieros nacionales pasasen a ser propiedad de conglomerados financieros extranjeros.

4.1 Antecedentes de la crisis financiera

La crisis de 1994 estalló por problemas estructurales, los cuales analizaremos desde 1982 cuando inicia la implementación del modelo neoclásico, no por ello, estamos descartando otros factores que inciden en esta crisis como son los problemas de acontecieron en la década de los setenta del siglo XX.

De la nacionalización a la desregulación financiera 1982-1994

En el momento de asumir como presidente Miguel de la Madrid, la economía de México se encontraba en una profunda crisis económica (Cfr De la Madrid, 1988: 231-316). La moratoria unilateral sobre el principal de la deuda externa y la nacionalización de la banca fueron los síntomas más marcados en una situación con profundos desequilibrios macroeconómicos, resultado del agotamiento del modelo de crecimiento aplicado hasta ese entonces, situación agravada por el descontrol en el manejo económico durante la última década (Cfr Girón, 1996: 5-50)

La deuda externa se convirtió al mismo tiempo en el detonante de la crisis y en la principal limitante del crecimiento. En el momento de declarar la moratoria sobre el capital de sus obligaciones externas, México debía más de 86 000 mil millones de dólares, teniendo que hacer frente a vencimientos por 9 200 millones de dólares en los próximos meses. Esa moratoria fue acompañada por la nacionalización de la banca privada y la implantación de un estricto control de cambios.

Si bien la nueva administración no eliminó ninguna de estas medidas, su actitud hacia la banca acreedora fue más de negociación que de confrontación, algo que diferenció a México de otros países latinoamericanos que, ante la suspensión del crédito voluntario, abogaron por posturas más radicales que incluyeron el repudio de la deuda. Es más, aunque existía una moratoria sobre el capital, el servicio de los intereses siguió pagándose para no interrumpir el diálogo que se había establecido con los acreedores.

Sucesivas negociaciones con la banca permitieron obtener mejores perfiles de vencimiento, menores diferenciales sobre la tasa de interés de referencia y menores costos en concepto

de comisiones. Pero como la tasa de referencia (Prime)¹⁵ continuó en valores muy altos durante esos años, el monto total adecuado continuó incrementándose, hasta llegar a casi 110 000 millones de dólares a fines de 1987.

Durante las negociaciones que tanto México como otros países latinoamericanos sostuvieron con sus acreedores se fueron incorporando paulatinamente tres conceptos reivindicados por los primeros. Uno de ellos era el de dar al tema un tratamiento político, incorporándolo a las discusiones los gobiernos de los países acreedores y los organismos multilaterales de crédito. El segundo era el de la corresponsabilidad de los bancos acreedores, ya que habían otorgado créditos descuidando la capacidad de pago de los deudores. El tercero de estos conceptos era el de adecuar el servicio de la deuda a la capacidad de pago de los países, para lo que las naciones industrializadas deberían facilitar el acceso de los productos de los países deudores a sus mercados.

En parte, estas propuestas estuvieron incorporadas en el plan lanzado en 1985 por el entonces secretario del Tesoro de Estados Unidos, James Baker. El "*Plan Baker*" (Cfr. Girón, 1996: 87-113) no tuvo consecuencias prácticas, pero representó un avance en el cambio ideológico al apartarse del concepto tradicional del Fondo Monetario Internacional de que los desequilibrios externos eran situaciones coyunturales que podían resolverse con medidas encaminadas a reducir la dinámica interna (políticas fiscal y monetarias contractivas) y a desviar el gasto en favor de los bienes locales (devaluación). También preparó el terreno para la iniciativa que luego se conocería como "*Plan Brady*", la que sí implicó una reorganización del mercado secundario de deuda y un alivio como resultado del descenso de las tasas de interés en los Estados Unidos a partir de 1989.

Las negociaciones que México estaba llevando a cabo con sus acreedores fueron puestas en serio peligro por dos acontecimientos exógenos de importantes repercusiones macroeconómicas: el terremoto de 1985 y la baja a más de la mitad de los precios del petróleo (de 24 dólares por barril a 12 dólares) en marzo de 1986. La falta de flexibilidad de los bancos acreedores hizo escalar la tensión a tal punto que existió el peligro de ruptura de las negociaciones.

El problema de la deuda no alcanzó a ser resuelto durante la Presidencia de Miguel de la Madrid. Su sucesor Carlos Salinas de Gortari vio facilitada la tarea por los avances que se habían logrado en los años previos y por el consenso cada vez mayor que se estaba

¹⁵ Es la tasa de interés I-Bills que los bancos de Estados Unidos cobran a sus clientes

gestando en la comunidad internacional respecto a la necesidad de alcanzar acuerdos de largo plazo, con alguna reducción del principal que reflejara en parte el bajo valor de mercado de estos títulos. De este modo se podría restablecer la confianza en los países endeudados, promoviendo la inversión y el crecimiento

En marzo de 1989 el secretario del Tesoro de Estados Unidos, Nicolas Brady, realizó una serie de anuncios para aliviar la situación de los países deudores “*El Plan Brady*” prevé una quita, ya sea en el principal de la deuda o en los cargos por intereses, y promueve el otorgamiento de nuevos créditos El capital refinanciado es garantizado con la compra de bonos “*cupón cero*” (Cfr. Girón, 1996: 197-207) del Tesoro de los Estados Unidos, y para el pago de los intereses se creó una cuenta en custodia (escrow account) que cubre los intereses de 18 meses.

México fue el primer país en acceder a un acuerdo con la banca acreedora en el marco del “*Plan Brady*”, refinanciado a 30 años 48 mil millones de dólares de su deuda pública externa El principio del acuerdo fue alcanzado en julio de 1989, firmándose el acuerdo definitivo en febrero de 1990

Para poder financiar este acuerdo México contó con el apoyo de los organismos multilaterales. El FMI otorgó créditos por 1700 millones de dólares, al tiempo que autorizó el desembolso de 750 millones de dólares de otras operaciones previamente aprobadas; el gobierno de Japón contribuyó con un préstamo por 2050 millones de dólares México, por su parte, tuvo que hacer frente a 1240 millones de dólares de sus propias reservas

Por otra parte, al regularizar la situación externa, este plan mejoró en forma sustancial las relaciones del país con la comunidad financiera internacional y, por ende, el clima de negocios. Esto ocasionó un “*shock*” de confianza, que favoreció a un aumento de la inversión extranjera neta, desde 2600 millones de dólares en 1990 a casi 5400 millones de dólares en casi dos años Esta combinación de factores, más las inversiones externas en cartera, hicieron que la transferencia neta negativa de recursos que se observó desde comienzos de la década -que se llegó a 700 millones de dólares en 1989- se revirtiera en 1990 con un saldo positivo de casi 11500 millones, que continuó siendo favorable a México (en 3100 millones de dólares) a pesar del elevado servicio de su deuda en 1992 También el reingreso de México al mercado voluntario de capitales, con diferenciales cada vez menores sobre la tasa de referencia, pudo ser posible gracias al acuerdo alcanzado con la banca acreedora.

En el período que va de enero de 1985 a junio de 1989 solamente se intentó una gradual liberalización, eliminando paulatinamente el permiso de importación de distintas posiciones arancelarias. Paralelamente se fue unificando la estructura tarifaria, hasta llegar a diez posiciones en 1984, las que oscilaban entre el cero y el 100 por ciento, con un arancel medio del 23.3 por ciento y uno ponderado del 8.6 por ciento. También en esa etapa se eliminaron los controles de 256 posiciones que representaban el 44 por ciento de las exportaciones no petroleras

Si hasta mediados de 1985 la apertura comercial no había figurado como prioridad en la agenda gubernamental, esta situación cambió radicalmente en julio de ese año, cuando se puso en marcha una importante reforma en el comercio exterior, con el objeto de preparar el ingreso de México al GATT (Acuerdo General sobre Aranceles y Comercio), el que habría de ocurrir finalmente en agosto de 1986. Tal fue la significación de esta reforma arancelaria que se la puede catalogar como la bisagra que transformó lo que originalmente fue un simple plan de ajuste coyuntural en una profunda reforma estructural que cambiaría radicalmente la orientación de la política económica. La intención original de esta reforma fue reducir el sesgo antiexportador de la economía, disminuir la dependencia de las exportaciones tradicionales (especialmente del petróleo) y someter a la industria local a la presión de la competencia extranjera para inducir su modernización y aumentar su eficiencia. El gobierno reconoció también como uno de los objetivos de esta reforma la necesidad de atenuar las presiones inflacionarias, algo que en sus comienzos no habría de tener repercusiones, pero que en 1987 implicó modificaciones en el cronograma original.

En julio de 1985 se eliminó el permiso de importación de más de 4400 posiciones arancelarias, por lo que al terminar ese año quedó liberado el 70 por ciento del valor de las importaciones y el 90 por ciento del total de posiciones. Los bienes que todavía continuaban sujetos a permisos de importación fueron algunos productos agrícolas, petróleo y sus derivados, y la mayor parte de bienes de consumo final. Para compensar esta importante reducción de barreras no arancelarias se aumentó la tarifa de 3540 posiciones, subiendo así el arancel promedio al 25.5 por ciento y el arancel ponderado al 13.3 por ciento: Esta subida en los aranceles no debe inducir a pensar que la economía mexicana se desplazó en una dirección más proteccionista. En realidad, de lo que se trató fue de sustituir restricciones cuantitativas existentes por tarifas, reduciendo así las posibilidades de distorsión en la asignación de recursos.

El ingreso de México al GATT terminó de consolidar esta reforma y obligó a bajas arancelarias adicionales. En primer lugar, se continuó con el proceso de sustitución del permiso previo por arancel (para otras 316 posiciones). En abril de 1986 comenzó un nuevo programa de reducciones tarifarias, que debía ser ejecutado en cuatro etapas en el transcurso de diez meses: el arancel del 100 por ciento (aplicable a 151 posiciones) fue llevado al 50 por ciento. En noviembre de 1987 se redujo a sólo siete la cantidad de tarifas aplicables, con valores que oscilaban entre el cero y el 40 por ciento.

En diciembre de 1987 se dio un cambio en la filosofía que impulsó la apertura comercial, cuando ésta dejó de ser promovida solamente por consideraciones de eficiencia económica y fue utilizada como instrumento en la lucha antiinflacionaria. La apertura programada se aceleró, alcanzándose un año antes de lo previsto un arancel promedio del 10 por ciento, con una estructura tarifaria con cinco valores que iban del cero al 20 por ciento. El impacto de esta aceleración en las reducciones tarifarias se potenció porque, simultáneamente y también como parte del programa antiinflacionario, el gobierno fijó el tipo de cambio, lo que provocó una disminución en su valor real.

La nueva administración asumida en diciembre de 1988 fue más allá al consolidar lo hecho por su predecesora en materia de apertura económica, y propuso el que será tal vez el hecho más trascendental para la economía mexicana en las próximas décadas. Decidida a tornar irreversible la reforma estructural en marcha, y consciente de que cuanto mayor sea la integración del país con la economía internacional menores serán las posibilidades de un retroceso, ya desde 1989 comenzó a trabajar para lograr un acuerdo de integración económica con Estados Unidos y Canadá (Banco Interamericano de Desarrollo, 1992: 131-137).

Si bien la política aplicada de enero de 1983 declaró como uno de sus objetivos el favorecer las exportaciones por medio del mantenimiento de un tipo de cambio relativamente alto, esto no impidió que la inflación interna erosionara las sucesivas devaluaciones, por lo que el valor del tipo de cambio real descendió en un 17 por ciento si se compara julio de 1985 con enero de 1983.

Ello se debió a que el porcentaje de las devaluaciones fue fijado en función de la inflación esperada que, sistemáticamente, resultó inferior a la real. Luego de la macrodevaluación de julio de 1985, continuas correcciones en la cotización del dólar superiores a la inflación interna permitieron elevar en dos años el valor del tipo de cambio real en un 33 por ciento.

Esta política de mejoramiento de la paridad real tuvo un final en diciembre de 1987 cuando, ante la imposibilidad del gobierno de frenar el incremento de los precios a pesar de los esfuerzos realizados en el campo fiscal, se recurrió a un conjunto de medidas heterodoxas concertadas el sector empresarial, obrero y campesino en el *Pacto de Solidaridad Económica* (PSE). Luego de una devaluación del 25 por ciento (seguida por dos pequeñas correcciones en enero y febrero de 1988), el tipo de cambio nominal quedó fijo hasta fin del año. A partir de este momento, el tipo de cambio fue utilizado como uno de los instrumentos clave de los distintos pactos sucesores del PSE en la lucha antiinflacionaria, aunque abandonando la paridad fija para pasar de un sistema de "crawling peg"¹⁶ con devaluaciones pronunciadas.

Es mucho lo que se ha querido debatir teóricamente sobre la fijación del tipo de cambio nominal como ancla para la inflación interna. La conclusión general es que ésta es una política que debería ser evitada, pues por lo general la convergencia entre los precios internos y externos no se produce al ritmo requerido, provocando un retraso en el tipo de cambio real que favorece las importaciones y perjudica las exportaciones. Se estima un deterioro del 33 por ciento en este valor entre diciembre de 1987 y fines de 1993.

El gobierno defendió su estrategia argumentando que la cercanía con los Estados Unidos y su alto grado de apertura tornan a la economía muy vulnerable a la variación de los precios de los productos de importación. Siguiendo este razonamiento, una devaluación no mejoraría la situación competitiva de la industria local, ya que sería trasladada en forma casi inmediata a los precios internos.

El régimen de inversiones extranjeras, tradicionalmente muy restrictivo en México, no sufrió prácticamente modificaciones entre 1983 y 1988. Si bien los procedimientos para aprobar inversiones extranjeras fueron simplificados, es recién en mayo de 1989 cuando el gobierno produjo una modificación sustancial al Reglamento de la ley que regula la inversión extranjera. Básicamente, lo que persiguió con esta modificación fue brindar seguridad jurídica y clarificar las reglas que rigen la inversión extranjera en el país, tal y como se promovía desde el llamado *Washington Consensus*.

¹⁶ Sistema reptante de tipo de cambio, en el cual existen devaluaciones pequeñas; es decir, ajustes pequeños pero frecuentes del tipo de cambio utilizados principalmente en los países subdesarrollados. Cfr. Rivera Batiz, Francisco. *International finance and open economy macroeconomics*. New York, Macmillan 1995, p. 45, 532, 545-547.

El gasto público fue uno de los principales frentes del programa de estabilización del gobierno de Miguel de la Madrid. En 1982, el gasto total del sector público había llegado al 44.6 por ciento del PIB, siendo la causa principal el déficit de casi el 17 por ciento del PIB. En términos reales, el gasto público disminuyó casi un 12 por ciento entre 1982 y 1983, manteniéndose en los nuevos niveles hasta 1986, cuando un cierto relajamiento de la disciplina fiscal (intentado para estimular la actividad económica) y la fuerte alza en el servicio de intereses (especialmente los internos), contrajeron el nivel de gasto público a los valores de 1982, donde alcanzó su punto más alto, y es en 1989 donde comenzó a descender. En 1992 el gasto gubernamental representó un 25 por ciento del PIB y resultó un 35 por ciento inferior, en términos reales, al registrado diez años atrás.

Los pagos por intereses habrían de convertirse en un serio problema para el equilibrio de las cuentas públicas. Su participación en el gasto gubernamental aumentó constantemente, de un 18.5 por ciento en 1982 hasta alcanzar un máximo de casi 44 por ciento en 1987. A partir de 1990-1991, con el arreglo de la deuda externa y el rescate de la deuda pública interna; con lo obtenido de la venta de empresas paraestatales, estas erogaciones se redujeron significativamente y permitieron liberar recursos para aplicarlos a otro tipo de gastos, principalmente los de carácter social.

Durante el periodo 1983-1988, las urgencias para controlar el gasto público llevaron a recortes generalizados, sin que se pueda apreciar un intento de racionalización y redireccionamiento hacia sectores prioritarios. Uno de los rubros que relativamente más sufrió fue el de los gastos de capital, cuya participación en el total disminuyó entre 1982 y 1988 del 23 al 11 por ciento, para después aumentar ligeramente hasta llegar al 17 por ciento en 1992. Por otro lado, debe reconocerse que la fuerte alza del servicio de intereses, los efectos negativos del terremoto de 1985 y el derrumbe de los precios del petróleo en 1986 no le dejaron al gobierno demasiadas opciones.

El Programa Inmediato de Reordenación Económica (PIRE)

El PIRE fue un programa negociado con el Fondo Monetario, quien aprobó un Acuerdo de Facilidad Ampliada y puso a disposición del país ese mismo año casi 940 millones de dólares y más de 1250 millones de dólares el año siguiente. Se trató de un programa tradicional de ajuste vía reducción del gasto y aumento de precios de los bienes y servicios públicos que permitió reducir el déficit financiero del 16.9 por ciento al 8.5 por ciento en

los dos años posteriores. Sus efectos inmediatos fueron una desaceleración inflacionaria y un superávit en el balance comercial del orden de los 13000 millones de dólares durante sus dos primeros años de aplicación

El control sobre el gasto público fue relajado ya en 1984, como forma de superar la situación recesiva de los años anteriores. El mayor gasto público y una política monetaria expansiva alimentaron una inflación que se aceleraba mes a mes. Para contenerla se apeló al recurso de retrasar el tipo de cambio, algo que no contribuyó al objetivo buscado y, por el contrario, provocó una caída de un 11 por ciento en el tipo de cambio real, en el período comprendido entre enero de 1984 y junio de 1985. Con la caída del precio mundial del petróleo y sus repercusiones negativas sobre las finanzas públicas (los ingresos públicos cayeron en un equivalente del 4.2 por ciento del PIB) desaparecieron las pocas oportunidades que todavía le quedaban al PIRE como programa de estabilización

El Programa de Aliento y Crecimiento (PAC)

En junio de 1986, nuevamente con el apoyo del FMI se intentó el segundo programa de estabilización. Esta vez el objeto fue un poco más amplio, al buscar simultáneamente desarrollo con estabilización. El PAC estaba orientado hacia cinco objetivos de política económica interna:

- 1) Liberalizar paulatinamente el crédito privado (recién comenzó a hacerlo en noviembre de 1988),
- 2) Disminuir la tasa de interés interna (la tasa real de aceptaciones bancarias disminuyó del 15.3 por ciento anual al 8.1 por ciento anual entre diciembre de 1986 y diciembre de 1987,
- 3) Apoyar tanto la inversión privada como la pública,
- 4) Profundizar el cambio estructural y la reconversión industrial, a fin de lograr una mayor competitividad internacional (por ese entonces, ya se había producido el ingreso de México al GATT) y,
- 5) Luchar contra la evasión impositiva y ajustar las tarifas públicas al ritmo de la inflación (hasta noviembre de 1987 se acumularon importantes retrasos en el valor real de casi todos los bienes y servicios públicos).

El compromiso con el FMI preveía un déficit financiero del 16 por ciento del PIB, pero de solamente el 3 por ciento en el caso del déficit primario (es decir, sin considerar el pago de intereses) para fines de 1987. La primera de las metas fue cumplida, para lo cual hubo que

**CRISIS FINANCIERA GLOBAL MÉXICO Y EL SUDESTE DE ASIA
1994-2001**

sobrepasar la segunda, obteniendo superávit primario del 0.7 por ciento y 3.7 por ciento en 1986 y 1987.

Si bien el PAC permitió que en 1987 se registrase una muy leve recuperación del PIB global (1.7 por ciento) y una de casi el 3 por ciento en el PIB de la industria manufacturera, sus resultados en materia de contención inflacionaria fueron decepcionantes (ver cuadro 2). Al poco tiempo de iniciado, la inflación se situó en una meseta del 8 por ciento mensual, de la que no era posible retraerla.

Cuadro 2
México
Variables macroeconómicas
1989-2002*

	Inversión extranjera total	Inversión Extranjera Directa	Inversión Extranjera en Cartera	Deuda externa bruta desembolsada	Servicio de la deuda externa	Deuda externa / PIB	Tasa de Inflación	Tipo de Cambio Pesos / Dólar	Tasa de Interés (CETES 28 días final de período)	Intereses / pib	Reservas Internacionales
1989	3,676.0	3,174.0	502.0	93,838.0	15,563.0	42.2	20.0	2.5	44.9	n.d.	6,329.0
1990	6,003.7	2,633.2	3,370.5	104,450.0	11,316.0	43.3	29.9	2.9	26.0	2.9	9,863.0
1991	17,514.7	4,761.5	12,753.2	114,064.0	16,100.0	43.6	18.8	3.1	16.7	n.d.	17,726.0
1992	22,433.9	4,392.8	18,041.1	116,500.0	20,800.0	41.0	11.9	3.1	16.9	2.1	18,942.0
1993	33,308.1	4,388.8	28,919.3	130,500.0	17,000.0	42.0	8.0	3.1	11.8	2.1	25,110.0
1994	19,154.7	10,972.5	8,182.2	139,800.0	20,800.0	41.7	7.1	3.9	18.5	2.2	6,278.0
1995	-188.4	9,526.3	-9,714.7	165,600.0	23,000.0	59.2	52.0	7.7	48.6	4.7	15,741.0
1996	22,604.0	9,185.5	13,418.5	157,200.0	33,800.0	49.1	27.7	7.9	27.2	4.0	17,509.2
1997	17,866.7	12,829.6	5,037.1	149,028.0	34,300.0	38.1	15.7	8.1	18.9	3.1	28,002.9
1998	10,731.5	11,310.7	-579.2	160,258.0	24,200.0	38.4	18.6	9.9	33.7	3.0	30,139.8
1999	24,539.3	12,534.4	12,004.9	166,381.0	24,100.0	34.2	12.3	9.4	16.5	2.7	30,733.4
2000	14,270.1	14,706.0	-436.0	149,300.0	34,600.0	27.3	8.9	9.6	17.1	2.3	35,585.0
2001	28,636.1	24,754.0	3,882.1	146,100.0	30,000.0	25.1	4.4	9.1	6.3	2.0	44,814.0
2002*	2.7	3,408.1	-3,405.4	n.d.	n.d.	n.d.	4.4	10.2	7.3	n.d.	46,687.0

*Las cifras están en millones de dólares, excepto cuando se indique lo contrario.

*Las cifras son al tercer trimestre. Para el caso de la tasa de inflación, tipo de cambio, tasas de interés y reservas internacionales corresponden al mes de octubre.

Fuente: Banco de México. Informe anual, varios años.

La proximidad de las elecciones presidenciales tornaba imperativo la adopción de medidas drásticas, ya que la combinación explosiva de recesión con altas tasas de inflación podría llegar a poner en peligro la hegemonía detentada por el PRI durante seis décadas, aun a pesar del control que el partido detentaba sobre la maquinaria electoral.

El Pacto de Solidaridad Económica (PSE)

El PSE inauguró la estrategia gubernamental de concertar con los sectores productivos - empresarios, sindicatos, campesinos- una estrategia de contención de la inflación. Se

incorporaron; así, elementos heterodoxos a la política ortodoxa seguida hasta ese momento, que no había tenido éxito en la lucha antiinflacionaria.

El PSE fue lanzado a mediados de diciembre de 1987, con una primera fase que implicó un importante realineamiento de precios relativos, con fuertes incrementos en el precio de los bienes y servicios públicos (entre el 55 por ciento y el 85 por ciento), un ajuste al salario mínimo para compensar parcialmente este incremento, una devaluación del 22 por ciento, y el compromiso gubernamental de reducir en un 3 por ciento del PIB su gasto programable y de acelerar el proceso de desincorporación de empresas paraestatales.

Empresarios, obreros y campesinos aceptaron que sus precios evolucionaran en concordancia con los precios y tarifas del sector público. Como éstos permanecieron invariables hasta fines de 1988, el PSE sirvió para fijar un tope al incremento de precios del sector privado.

Originalmente el pacto fue firmado por un mes, período que luego fue alargado a tres meses y que, a través de sucesivas renovaciones permitió llegar hasta fin de año, cuando se produjo el traspaso presidencial

El sector público realizó su aporte, reduciendo el gasto total en más del 5 por ciento del PIB (reducción real del 10 por ciento), lo que permitió que la meta del 2 por ciento de inflación mensual fuera alcanzada en mayo de ese año, esto es, siete meses antes de lo previsto

El sector empresarial, aceptó participar en el pacto porque, además de comprender la necesidad de abatir la inflación, percibieron que el gobierno ya había realizado la mayor parte del necesario ajuste fiscal y se precisaba de medidas complementarias que quebraran las expectativas inflacionarias y la inercia provocada por la indexación. La afinidad de los sectores sindicales (obreros y campesinos) al partido de gobierno favoreció su aceptación del pacto, aunque también actuó en ese sentido de difícil situación del mercado laboral, producto de la recesión que afectó a la economía durante esos años

El Pacto de Estabilidad y Crecimiento Económico (PECE)

El PSE finalizó a la llegada de Carlos Salinas de Gortari, quien optó por continuarlo, aunque esta vez bajo el nombre de Pacto de Estabilidad y Crecimiento Económico

El mecanismo de concertación con los sectores productivos continuó siendo básicamente el mismo, aunque los plazos de las renovaciones se alargaron cada vez más, hasta alcanzar el

año en 1991. La principal diferencia con el PSE, es que en la PECE se comenzó paulatinamente con la flexibilización de los precios claves de la economía.

El tipo de cambio dejó de ser fijo, para pasarse a un sistema de "crawling-peg" con devaluaciones diarias equivalentes en un principio a un 16 por ciento anual, pero que en 1993 bajaron al 2 por ciento. Esta tasa de devaluación sirvió como referencia para el aumento de precios de los productos domésticos, los que encontraron además un techo por la aceleración de las reducciones arancelarias y la eliminación casi completa de las restricciones cuantitativas a las importaciones.

El sector público, por su parte, continuó con su reforma y encaró la privatización de empresas paraestatales de gran tamaño e impacto sobre el mercado. Los ingresos públicos mejoraron por la reducción de la evasión, al tiempo que el sistema impositivo aumentó en eficiencia económica al eliminarse impuestos, suprimirse los regímenes de excepción y reducirse las alícuotas del impuesto sobre la renta y sobre el valor agregado. El consolidado del sector público mostró en 1992 un equilibrio financiero, que se transformaba en un superávit del 3.3 por ciento del PIB al incluir los ingresos por privatizaciones.

4.2 El estallido de la crisis

La política económica dio un giro con respecto a los años anteriores a partir de 1993 y 1994. Ante la debilidad de la economía, atribuible en parte a la incertidumbre que creó la firma del TLC y al retraso que esto provocó en la inversión, ocasionó que las autoridades adoptaran una política expansionista durante el año de 1993. Fue a través de una disminución progresiva del superávit presupuestal y una fuerte expansión de los créditos acordados por los bancos de desarrollo que se logró incentivar la actividad económica. A pesar de que las tasas de interés reales eran considerables, los apoyos crediticios de la banca comercial al sector privado aumentaron rápidamente lo cual contribuyó a que la demanda interna y las importaciones se recuperaran en 1994. El alza en el índice de precios al consumidor, alcanzó tres cifras en 1988, cayendo alrededor del 7 por ciento en 1994. Esta baja de la inflación se debió al ingreso de grandes cantidades de capital extranjero de 1990 a febrero de 1994, y por una importante revaluación del tipo de cambio real.

El ahorro público disminuyó en 1993 y 1994 y, a pesar del mejoramiento en el ahorro privado, este no fue suficiente para financiar la inversión, de tal manera que el déficit de la

cuenta corriente continuó aumentando. Los déficits de la cuenta corriente fueron financiados mediante grandes ingresos de capital extranjero, principalmente inversión en cartera. La importancia de las entradas de capitales a corto plazo puso a la economía mexicana en una situación de vulnerabilidad a los cambios en las expectativas de los mercados financieros. (Cfr. Hausmann, 1995: 1-41)

El aumento de las tasas de interés en 1994, particularmente en Estados Unidos, provocó una disminución de las inversiones en los mercados emergentes. Aunado a esto, las conmociones políticas que se iniciaron en enero de 1994 con el levantamiento de Chiapas y que continuaron durante todo el año, minaron la confianza de los inversionistas. Cuando se inició el ataque contra el peso en marzo de 1994, después del asesinato de Luis Donaldo Colosio, candidato del PRI a las elecciones presidenciales, la intervención gubernamental para apoyar la moneda, provocó enormes pérdidas en las reservas de divisas del Banco de México. Se decidió aumentar las tasas de interés, pero dichas tasas no alcanzaron un nivel suficiente para impedir la compra de divisas; los importantes problemas del sector bancario limitaban los márgenes de maniobra del Banco Central. En lo sucesivo, las reservas internacionales permanecieron prácticamente sin cambio, pues a los ataques contra el peso se hacían frente, en gran medida, con emisiones crecientes de obligaciones indexadas al dólar (Tesobonos). En diciembre se intensificaron las preocupaciones de los inversionistas respecto a la inestabilidad política y a las perspectivas económicas de México, iniciándose una nueva ola de salidas de capital. El día 20 de diciembre, ante un nivel insostenible bajo de las reservas de divisas, el Gobierno decidió ampliar la banda de fluctuación del tipo de cambio, permitiendo que el peso se devaluara en un 15 por ciento. Dos días más tarde, bajo una incesante presión en contra del peso, se permitió que el tipo de cambio flotara libremente y, para finales de diciembre, el peso había caído en alrededor del 30 por ciento con respecto a su nivel de finales de noviembre; el movimiento a la baja continuó hasta principios de 1995. Durante ese tiempo, las tasas de interés aumentaron incesantemente y el mercado de acciones se desplomó.

El presupuesto para 1994, estaba destinado a apoyar la recuperación del crecimiento real del PIB en 3 por ciento mediante concesiones fiscales equivalentes a medio punto porcentual del PIB (Plan Nacional de Desarrollo, 1994). El crecimiento del PIB durante 1994 resultó ser ligeramente superior a lo esperado (ver cuadro 2 A). Los ingresos del

sector público permanecieron prácticamente sin cambios en 1994 (un poco por encima del 25 por ciento del PIB)

Los pagos de intereses nominales siguieron disminuyendo en 1994, a pesar del incremento en las tasas de interés internas, debido en gran medida al remplazo de CETES (Certificados de la Tesorería) por Tesobonos indizados al dólar, para los cuales la tasa de interés era considerablemente menor que reflejaba las expectativas del mercado respecto al riesgo monetario o cambiario

El gobierno buscó (como lo llevó a cabo durante años anteriores), reducir el nivel de su endeudamiento y modificar su estructura para reducir el servicio de la deuda. Lo cual se concretó con la ligera disminución de los pagos de intereses en relación con el PIB en 1994, tal como se había previsto en el presupuesto, a pesar de los incrementos de las tasas de los CETES a partir de marzo. “No obstante estos cambios aumentaron significativamente la fragilidad de la posición fiscal del Gobierno frente al riesgo cambiario. Dichos cambios tuvieron consecuencias para la política monetaria, permitiendo que las tasas de interés internas permanecieran más bajas que las que habrían prevaecido, si el Gobierno hubiese financiado sus necesidades mediante instrumentos no indizados” (Organización de Cooperación de Desarrollo Económico, 1995: p. 28). Todos los Tesobonos emitidos eran instrumentos de corto plazo (un año o menos), lo que significaba que en 1995 deberían refinanciarse sumas muy substanciales. Esta decisión se dice, fue motivada por una evaluación más favorable, que los mercados financieros hacían de los riesgos para el mes de agosto, después de las elecciones presidenciales; por lo que las condiciones serían también más favorables para refianciar los Tesobonos o incluso volver a los CETES. La emisión de obligaciones indizadas al dólar -y, por ende, al aumento de los riesgos de una eventual devaluación-, era una prueba del compromiso de las autoridades en mantener estable el tipo de cambio

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

CRISIS FINANCIERA GLOBAL MÉXICO Y EL SUDESTE DE ASIA
1994-2001

Cuadro 2 A
México
Variables macroeconómicas
1989-2002¹

Producto Interno Bruto (Tasa de crecimiento)	Cuenta Corriente	Exportación de mercancías	Exportación de mercancías		Exportación de mercancías no petroleras		Transferencias			Importación de mercancías	Balanza comercial	Cuenta de Capital
			Petroleras	No petroleras	Manufacturas	Totales	Remesas	Otras				
1989	3 4	5 821 2	35 171 0	7 876 0	14 888 9	12,530 2	2 091 0	n d	n d	34 766 0	405 0	3 175 9
1990	5 1	-7 451 0	40 710 9	10 103 7	30 607 3	27 827 9	3 992 3	2 493 6	1 498 7	41 593 3	-882 3	8 164 0
1991	4 2	-14 646 7	42 687 5	8 166 4	34 521 1	31 601 8	3 010 2	2 660 0	350 2	49 966 6	-7 279 0	24 507 0
1992	3 6	-24 438 5	46 195 6	8 306 6	37 889 0	35 420 5	3 405 5	3 070 1	335 4	62 129 4	-15 933 7	26 418 8
1993	2 0	-23 399 2	51 886 0	7 418 4	44 467 6	41 685 1	3 656 9	3 333 2	323 7	65 366 5	-13 480 6	32 482 3
1994	4 4	-29 662 0	60 882 2	7 445 0	53 437 2	50 402 1	3 821 7	3 474 7	346 9	79 345 9	-18 463 7	14 584 2
1995	-6 2	-1 576 7	79 541 6	8 422 6	71 119 0	66 557 9	3 995 0	3 672 7	322 2	72 453 1	7 088 5	15 405 6
1996	5 1	-2 330 3	95 999 7	11 653 7	84 346 0	80 304 6	4 561 1	4 223 7	337 4	89 468 8	6 531 0	4 069 2
1997	6 8	-7 448 4	110 431 4	11 323 2	99 108 2	94 802 2	5 272 9	4 864 8	408 1	109 807 8	623 6	15 762 7
1998	4 9	-16 089 8	117 459 6	7 134 3	110 325 2	106 062 3	6 039 5	5 626 8	412 6	125 373 1	-7 913 5	17 652 1
1999	3 8	-13 995 5	136 391 1	9 928 2	126 462 9	122 084 5	6 340 0	5 909 6	430 3	141 974 8	-5 583 7	13 247 4
2000	6 9	-18 064 9	166 454 8	16 382 8	150 072 1	145 334 2	7 023 1	6 572 5	450 6	174 457 8	-8 003 0	17 580 8
2001	-0 1	-17 914 7	158 442 9	12 798 7	145 644 1	141 353 0	9 360 0	8 895 3	464 7	168 396 5	-9 953 6	24 172 7
2002 ²	1 3	3 005 3	119 474 0	10 580 0	108 893 0	105 698 4	2 292 2	2 174 4	117 8	124 093 1	-4 619 1	2 702 3

¹Las cifras están en millones de dólares, excepto cuando se indique lo contrario

²Las cifras son al tercer trimestre. Para el caso de la tasa de inflación, tipo de cambio, tasas de interés y reservas internacionales corresponden al mes de octubre

Fuente: Banco de México. Informe anual. varios años

Al igual que en los acuerdos anteriores, el **Pacto para 1994** (firmado en octubre de 1993), incluyó una meta negociada para la inflación (5 por ciento), ajustes a los precios del sector público y un aumento del 7 por ciento a los salarios mínimos (2 por ciento en cuanto al incremento de la productividad del trabajo proyectado para la economía en su conjunto). El noveno **Pacto Social para el Bienestar, la Estabilidad y el Crecimiento**, firmado en septiembre de 1994 con la intervención del recién independizado Banco de México como cuarto participante, “fijó un objetivo del 4 por ciento para la inflación y aumento de crecimiento real del PIB de 4 por ciento durante 1995” (El financiero, 1993: 32). Como consecuencia de la crisis monetaria de diciembre de 1994, fue evidente que no sería posible alcanzar esos objetivos.

4.3 El llamado "error de diciembre"

La preocupación de los inversionistas respecto a la estabilidad política y a las perspectivas de la economía se intensificó en diciembre. El déficit de la cuenta corriente había aumentado rápidamente y, al principio del mes, las noticias sobre la situación en Chiapas desencadenaron una nueva ola de salidas de capital. La resistencia a las nuevas presiones sobre el peso se manifestó principalmente bajo la forma de una intervención estabilizadora. No se puso en práctica ningún nuevo estrechamiento de la política nacional y el aumento de la oferta de Tesobonos fue relativamente poco importante. Las pérdidas de las reservas de divisas se aceleraron, por lo que hacia mediados de diciembre éstas descendieron 11000 millones de dólares, cuando en febrero habían alcanzado un nivel máximo de casi 26000 millones de dólares.

En la medida en que la tasa de pérdida de reservas era claramente insostenible, el Gobierno amplió la banda de fluctuación del tipo de cambio el 20 de diciembre, permitiendo así que el peso conociera una devaluación del 15 por ciento. Esta medida había sido negociada y acordada en el marco del Pacto. Su anuncio hizo añicos la confianza de los mercados y, después de una pérdida de más de 5000 millones de dólares en reservas para defender el nuevo curso mínimo de la moneda, las autoridades decidieron dejar flotar libremente el peso a partir del 22 de diciembre. A finales del mes, el peso había perdido alrededor del 30 por ciento de su valor con respecto a finales de noviembre. Esta devaluación se agregó a la del 10 por ciento que había tenido el peso desde el principio del año dentro de los límites de su banda de fluctuación. El movimiento a la baja continuó en enero de 1995. A medida que el peso caía, las tasas de interés aumentaban pronunciadamente, el mercado de acciones experimentó una caída de casi el 40 por ciento y los precios de las obligaciones mexicanas se desplomaron en los mercados internacionales.

La devaluación representó el abandono del compromiso de largo plazo que había sido la piedra angular de la estrategia política del Gobierno anterior, mientras que la demora en instrumentar una estrategia política convincente exacerbó el clima de incertidumbre. En esas circunstancias, los mercados llegaron pronto a la conclusión de que una devaluación del 15 por ciento era demasiado limitada. Además, los inversionistas extranjeros consideraron que no existió suficiente información cuando se adoptó la decisión de devaluar. La devaluación y el paquete de estabilización que siguió fueron decididos después de las negociaciones llevadas a cabo en el marco del Pacto.

En esas circunstancias, a pesar de que el plan de estabilización del 4 de enero comprendía un gran rigor fiscal y directrices muy estrictas respecto a los salarios, así como un marco muy restrictivo de política monetaria, dicho plan no logró devolver la confianza a los mercados. El anuncio hecho mediados de febrero del paquete internacional de apoyo financiero, consistente en créditos por hasta 18000 millones de dólares, suministrados por Gobiernos, Bancos Centrales, el Banco de Pagos Internacionales y algunos bancos comerciales, seguido muy pronto de un acuerdo *Stand by* (préstamos contingentes) del FMI (que ponía disposición de México un crédito de 7500 millones de dólares), tampoco fue suficiente para restablecer la confianza y estabilizar los mercados.

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

El rápido crecimiento de la cartera vencida de los bancos, pasó de 2.3 de la cartera total de préstamos en 1990 a 9.5 por ciento a finales de 1994. A finales de este año, los problemas de calidad de los activos eran graves; aunque iban en aumento, las reservas de los bancos para pérdidas sobre préstamos, solo cubrían alrededor del 50 por ciento del monto de la cartera vencida, el cual alcanzó una cifra cercana al 100 por ciento del capital del sistema bancario comercial. En 1994, las provisiones para pérdidas sobre préstamos comenzaron a ejercer un importante efecto sobre la rentabilidad del sistema bancario comercial de la banca y, en la segunda mitad del año, los bancos comerciales consignaron pérdidas en sus utilidades globales. Consecuentemente, aún antes de la conmoción provocada por la crisis cambiaria, el sistema bancario enfrentaba serios problemas de ajuste. Es incluso probable que una parte significativa del crecimiento del crédito sólo reflejara la capitalización de los intereses sobre préstamos. Las autoridades responsables de la supervisión bancaria, conscientes de esta práctica, pidieron a los bancos en el último trimestre de 1994, que la

abandonaran para que aumentaran sus reservas de provisión sobre carteras vencidas. Esta exigencia fue formalizada en enero de 1995.

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

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

4.4 Mecanismos implementados para su solución

En respuesta a la brutal pérdida de confianza en el peso, las autoridades mexicanas “adoptaron en enero de 1995 un Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica (AUSEE)” (Banco de México, 1995: 65), acordado con los representantes de los diferentes sectores de la economía. El 9 de Marzo del mismo año fueron anunciadas medidas adicionales en respuesta a la persistente inestabilidad del tipo de cambio y de los mercados financieros. El objetivo de corto plazo del programa de estabilización consiste en reducir el déficit de la cuenta corriente al tiempo que se impide el desarrollo de una espiral precios-salarios. El programa incluye medidas de reforma estructural, así como medidas especiales destinadas a atacar las crecientes dificultades del sector bancario. A fines de enero, con el propósito de ayudar a estabilizar los mercados financieros y cambiario, las instituciones financieras internacionales y el Gobierno de Estados Unidos prepararon un paquete para suministrar préstamos y garantías a México.

En esta ocasión, el Gobierno anunció que las reformas estructurales no serían pospuestas (serían incluso aceleradas en el caso de la privatización), la liberalización del comercio y de los flujos de capital han sido mantenidas y se ha creado un mercado de futuros que permite protegerse contra el riesgo cambiario.

El programa de estabilización anunciado en enero de 1995 fue acordado por los representantes de los diferentes sectores de la economía en el marco del Pacto. El nuevo

acuerdo que reemplazó al Pacto para 1995 firmado en septiembre de 1994, se basó en el supuesto que el tipo de cambio del peso promediaría N\$4.50 por dólar en 1995 (aunque podrían permitirse fluctuaciones más fuertes que las acostumbradas). Se otorgó un aumento del 10 por ciento a los precios reglamentados. Se proyectó una inflación durante los siguientes doce meses (hasta diciembre) del 19 por ciento, mientras que los empresarios acordaron limitar los aumentos de precios a los ajustes generados por los mayores costos de los insumos importados. Los salarios mínimos recibieron un aumento del 7 por ciento para todo el año, lo que significó una caída substancial en términos reales. Los trabajadores que ganaran menos del doble del salario mínimo tendrían un ingreso adicional del 3 por ciento a través de un impuesto sobre la renta negativo.

En marzo, "el Gobierno anunció el segundo paquete de medidas, adoptadas esta vez fuera del marco de Pacto; se volvió necesario reforzar el AUSEE, surgiendo de este modo el Programa de Acción para Reforzar el Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica (PARAUSEE) (Banco de México, 1995: 70), así como importantes revisiones de las proyecciones macroeconómicas oficiales. La meta proyectada ahora para el PIB era una disminución del 2 por ciento (en lugar de un aumento proyectado en enero); se suponía que el tipo de cambio promediaría N\$6.00 por dólar durante el año; y finalmente, se revisó la proyección de la inflación para situarla a un nivel de 42 por ciento, de diciembre de 1994 a diciembre de 1995. El primero de abril sería otorgado un aumento de 12 por ciento a los salarios mínimos (coincidente con el aumento del IVA), mientras que los precios y los salarios contractuales se establecerían libremente. El impuesto sobre la renta negativo; previsto en el Pacto de enero, se extendió hasta cuatro veces el salario mínimo.

El presupuesto inicial para 1995, aprobado principios de diciembre de 1994 justo antes de la crisis, proyectaba un balance presupuestal global basado en un pronóstico de crecimiento del PIB del 4 por ciento. Este presupuesto no implicaba entonces ningún estrechamiento de la política fiscal, a pesar de la evidente preocupación de los mercados financieros sobre los acontecimientos que ocurrían en México. Consecuentemente, casi no contribuyó a disipar la inquietud creciente entre los inversionistas internacionales ni aliviar a las presiones sobre el peso. El presupuesto revisado, incluido en el paquete de emergencia de enero de 1995, proyectaba un superávit primario de 3.4 por ciento del PIB -esto es, un aumento de 1.2 por ciento respecto del presupuesto inicial-, que habría de alcanzarse mediante reducciones tanto en el gasto corriente como en el de capital.

En el paquete reforzado de marzo proponía un mayor estrechamiento de la política fiscal:

- 1) En cuanto a los ingresos, se aumentó la tasa del IVA del 10 al 15 por ciento a partir del primero de abril y se aumentaron nuevamente los precios de la energía producida por el sector público (35 por ciento para el petróleo y 20 por ciento para la electricidad) y,
- 2) en lo que respecta al gasto, se buscaría que el gasto programable se redujera en casi el 10 por ciento en términos reales, mediante una racionalización administrativa, reducciones de personal, congelamiento de las contrataciones y posposición de nuevos proyectos de infraestructura.

La gestión de la deuda en 1995 tuvo dos objetivos principales: reducir el volumen de Tesobonos en circulación y extender la madurez promedio de la deuda. La masa de los que estaban en circulación, incluidos los convenios de recompra (particularmente importantes a finales de 1994), fueron reducido de 29000 millones de dólares que alcanzó a finales de diciembre de 1994 a 8900 millones de dólares a mediados de julio de 1995. Sin embargo, alrededor de 7000 millones de dólares de esta reducción fueron el resultado de los convenios de recompra, que regresaron a niveles más normales. La mayor parte del resto de la reducción fue como consecuencia de la aplicación del paquete de apoyo financiero internacional, que permitió al Gobierno reemplazar algunos Tesobonos que vencían con préstamos del Gobierno estadounidense y el FMI. La madurez promedio del total de la deuda mexicana tuvo a alargarse como resultado del calendario de amortización de los nuevos convenios de préstamos.

Debido a las tasas de interés predominantes desde principios de 1995 y al consecuente aumento importante del servicio de la deuda, varios estados y municipios enfrentaron serias dificultades financieras. Según los análisis oficiales, "12 de los 31 estados estaban en problemas de endeudamiento particularmente graves, ya que la mayor parte de su deuda corresponde a préstamos a corto plazo otorgados por la banca comercial. Para enfrentar esta situación, el Gobierno Federal anunció a principios de mayo un programa voluntario destinado a reestructurar la deuda relacionada con proyectos productivos de obras públicas (a condición que haya sido previamente registrados en la SHCP). El programa, por un total de N\$17400 millones, equivalente al 1 por ciento del PIB, ayudará a los estados y municipios a reestructurar su deuda mediante la conversión de ésta en obligaciones

indizadas de largo plazo, denominadas (UDI's), es decir, unidades de cuenta con un valor real constante" (Organización de Cooperación de Desarrollo Económico, 1995: 28)

Las prioridades de la política monetaria después del estallido de la crisis fue:

- 1) "Restablecer la estabilidad en el mercado de cambios,
- 2) mantener un estricto control del crecimiento del crédito interno del banco central y,
- 3) aumentar la transparencia de las operaciones del banco central con el propósito de fomentar la confianza del mercado" (Organización de Cooperación de Desarrollo Económico, 1995: 56).

Los principales compromisos relacionados con las políticas monetaria y financiera anunciados en el paquete de enero fueron un tope de N\$12000 millones para la creación de crédito del Banco Central, que éste no otorgaría nuevos créditos a la banca de desarrollo ni crearía nuevos fideicomisos oficiales y una disminución substancial del límite superior de intermediación financiera de la banca de desarrollo, fijado por el 2.1 por ciento del PIB para 1995. El propósito de tales compromisos consistía en establecer límites a la capacidad de las instituciones financieras gubernamentales para acompañar una mayor inflación durante el periodo posterior a la crisis. En particular, el tope al crédito interno del Banco Central¹⁷ ocasionaba un límite a la capacidad del Banco de México para aumentar la base monetaria mediante el suministro de crédito al Gobierno o mediante la compra de valores nacionales

El margen de maniobra para la aplicación de la política monetaria durante los primeros meses de 1995 resultó ser muy estrecho. Dado que las reservas de divisas era extremadamente bajas, la intervención oficial para estabilizar el peso se vio limitada. Las operaciones monetarias tuvieron como motivo principal la necesidad de renegociar la deuda gubernamental de corto plazo, en concordancia con el tope impuesto al crédito interno del banco central. La tasa de interés de los CETES, fijadas mediante subastas semanales, constituían un reflejo de la percepción que tenían los mercados sobre el riesgo de una mayor devaluación de la moneda. Dado que el tipo de cambio del peso con respecto al dólar fluctuaba ampliamente en torno a una tendencia a la baja, las tasas de interés de los CETES a 3 meses aumentaron de manera espectacular durante el primer trimestre del año, hasta alcanzar un nivel máximo de más del 80 por ciento. Esto era un reflejo de la enorme incertidumbre predominante en los mercados respecto a la orientación global de la política

monetaria mexicana y a la dificultad de prever el nivel al que podría estabilizarse el tipo de cambio. Los mercados financieros conocieron una situación de poca fluidez, en la medida en que las instituciones se mostraban renuentes a desempeñar el papel de creadores de mercado dada la situación de gran incertidumbre y volatilidad.

Ante la situación, el programa anunciado en marzo reforzó los compromisos de la política monetaria: se redujo aún más el tope de expansión del crédito interno del banco central, limitándolo a N\$10000 millones, y se anunciaron una serie de medidas para estrechar el control sobre la liquidez de la banca comercial. Los mercados se estabilizaron un poco más a partir de ese período, lo cual reflejaba una mayor confianza en la política monetaria pero también los efectos del programa de apoyo internacional sobre la posición de liquidez del Gobierno. El tipo de cambio se fortaleció ligeramente para estabilizarse posteriormente en torno a N\$6.00 (N\$6.27 a finales de junio) mientras que las tasas de interés a corto plazo empezaron a descender de su nivel máximo de más del 80 por ciento de mediados de marzo a alrededor del 40 por ciento a finales de junio. También regresó la confianza en el mercado de valores mexicano, el cual recuperó durante marzo y abril aproximadamente un tercio de la pérdida acumulada desde su nivel máximo de septiembre de 1994. A mediados de julio de 1995, el mercado de valores se encontraba ya por sobre su nivel de principio del año. Para fomentar la liquidez en el mercado de cambios, el Gobierno apoyó la creación en el Chicago Mercantile Exchange de un mercado de futuros¹⁸ (Cfr. Mansell, 1994: 273-325) para el peso, que comenzó a operar en abril. El banco de México está estimulando también el desarrollo de un mercado de futuros nacional.

El programa de Emergencia Económica incluye medidas de reforma estructural que constituye en gran parte, más iniciativas nuevas, la continuación y en algunos casos, la aceleración de reformas ya previstas: los servicios de telecomunicaciones (privatizados en 1990) serán abiertos progresivamente a la competencia y se acelerará la privatización de puertos, aeropuertos y ferrocarriles. El Gobierno mexicano tiene considerada también la privatización de algunas plantas petroquímicas, y la Comisión Federal de Electricidad deberá vender títulos respaldados por los ingresos previstos de las centrales eléctricas. Asimismo fueron levantados parcialmente los topes a la inversión extranjera en las actuales instituciones financieras. El proyecto de privatización del nuevo Gobierno es un elemento

¹⁷ Definido fundamentalmente como la base monetaria menos las reservas de divisas

importante del programa, porque, además de ser una fuente de ingresos, es una señal de que el Gobierno sigue adelante con la estrategia de reforma del Gobierno anterior, lo cual contribuirá a fortalecer la confianza de los mercados financieros

A principios de 1995, en respuesta a los problemas de calidad de la cartera vencida de préstamos, las autoridades supervisoras decidieron endurecer las normas prudenciales y aumentar la magnitud de las reservas obligatorias del sistema bancario. Asimismo, fueron adoptadas ciertas medidas especiales destinadas a aliviar las actuales presiones financieras que soporta el sistema bancario, cuyos componentes principales son los siguientes:

- 1) Una ventanilla de refinanciamiento en dólares, abierta por el Banco de México para ayudar a los bancos a refinanciar las líneas de crédito de corto plazo denominadas en divisas y cuya madurez llega al término,
- 2) un **Programa de Capitalización Temporal (PROCAPIE)**, conforme al cual, durante un período de cinco años, un fideicomiso especial inyectará capital adicional al sistema bancario en forma de obligaciones convertibles automáticamente,
- 3) el suavizamiento de las restricciones a la participación en el capital de los bancos para atraer capitales frescos al sector bancario,
- 4) un conjunto de programas de reestructuración de préstamos, mediante los cuales el Gobierno facilitará la conversión de cierto porcentaje de los préstamos indizados a la inflación, con el propósito de reducir la carga inmediata que a su servicio hace pesar sobre los deudores y,
- 5) el mejoramiento de los niveles de capitalización de los bancos, mediante transacciones consistentes en la conversión de parte de sus carteras de préstamos, netos de reservas, en bonos gubernamentales, con la condición de que los bancos reúnan capitales nuevos

El caso de los bancos insolventes se manejará fuera de esos programas, en el marco del **Fondo Bancario de Protección al Ahorro (FOBAPROA)**, hoy Instituto para la Protección del Ahorro Bancario (IPAB¹⁹); el organismo ya existente para esos propósitos

¹⁸ Futuros son contratos adelantados que se comercian en bolsa. El contrato de futuros es uno de los instrumentos financieros más revolucionarios, versátiles y de mayor aceptación.

¹⁹ El IPAB es un organismo descentralizado de la Administración Pública Federal que garantiza los depósitos bancarios de dinero, así como los préstamos y créditos a cargo de las instituciones (pagando el saldo de las obligaciones, hasta por una cantidad equivalente a 400 000 UDIs por persona, cualquiera que sea el número y clase de dichas obligaciones a su favor y a cargo de una misma institución). Sin embargo, quedan excluidos de la citada protección las obligaciones a favor de las entidades financieras; las obligaciones a favor de cualquier sociedad que forme parte del grupo financiero al cual pertenezca la institución de banca múltiple; los pasivos documentados en títulos negociables, así como los títulos emitidos al portador; las obligaciones o

El método normal para abordar tales casos consiste en que FOBAPROA tome el control de las instituciones insolventes y las recapitalize al mejor posible. En cuanto a los bancos solventes pero subcapitalizados, no debe descartarse la posibilidad de que, en algunos casos, sea necesario inyectar importantes créditos presupuestales para poner a flote estas instituciones con un activo neto positivo. No obstante, los esfuerzos por atraer la participación de capital extranjero al sector bancario podrían contribuir ampliamente a reducir ese costo.

En el caso del sector bancario, es necesario hacer énfasis en el hecho de que la magnitud de la cartera vencida previa a la crisis ya era alta en relación con las reservas de los bancos para pérdidas por préstamos y en relación con su capital. La devaluación de la moneda y las tasas de interés afectarán gravemente la capacidad de reembolso de las familias y del sector empresarial. Consecuentemente, se puede esperar con relativa certeza otro fuerte aumento de las pérdidas por préstamos. Por los demás, los reducidos niveles actuales de rentabilidad dificultarán a los bancos la reconstrucción de sus capitales sobre la base de recursos internos. Ahora bien, las reformas legales a la propiedad de los bancos, destinadas a estimular el ingreso de capital extranjero fresco, están dando ya sus frutos, por lo que podrían contribuir substancialmente a que el sector bancario se recupere de sus dificultades actuales.

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

depósitos a favor de accionistas, miembros del consejo de administración y funcionarios de los dos primeros niveles jerárquicos de la institución de que se trate, así como apoderados generales con facultades de administración y gerentes generales; las operaciones que no se hayan sujetado a disposiciones legales, reglamentarias, administrativas o a las sanas prácticas y usos bancarios, en la que exista mala fe y las relacionadas con operaciones de lavado de dinero. El IPAB podrá otorgar apoyos financieros tendientes a proveer la liquidez o el saneamiento de alguna institución. Tales apoyos podrán otorgarse mediante la suscripción de acciones y obligaciones subordinadas, asunción de las obligaciones, otorgamiento de créditos o la adquisición de bienes de propiedad de las instituciones. Sin embargo, el costo de rescate bancario, según Standard & Poors, se estima en cerca de 800 000 millones de pesos, equivalente a 81 632 millones de dólares; 20% del PIB; 34 veces el monto del "blindaje"; casi el total de la deuda neta externa y 2.26 veces la deuda interna neta del país. La cifra representa también 100% del crédito vigente de la banca y 73% del presupuesto del gobierno para este año. El monto incluye el costo de los rescates de Bancrecer, Serfin, Atlántico, Promex e Inverlat.

1) Estados Unidos proporcionará 20 000 millones de dólares, que puede consistir en créditos swap²⁰ a corto plazo, con vencimiento de 3 meses a 5 años; garantías de títulos a largo plazo, con vencimientos de hasta 10 años, financiadas por el Fondo de Estabilización del Cambio (FEC) del Tesoro Norteamericano; o créditos swap a corto plazo, con vencimientos de hasta un año, del Sistema de la Reserva Federal de esos país. Los primeros 10000 millones de dólares fueron suministrados en etapas hasta el 30 de junio; los siguientes 10000 mil millones fueron puestos a disposición de México el 1o de julio. El suministro de los fondos depende de la puesta en práctica por parte de México de una serie de políticas económicas convenidas con el FMI “La totalidad de las obligaciones de México con Estados Unidos será garantizada, en caso de incumplimiento, por los ingresos provenientes de las exportaciones de petróleo, que deberán ser depositados en una cuenta especial en el Banco de la Reserva Federal de Nueva York” (Organización de Cooperación de Desarrollo Económico, 1995: 66).

El paquete de Apoyo Financiero se constituyó con un monto disponible de 51 637 millones de dólares. Hacia la primera semana de julio de 1995, México había recibido 22 500 millones de dólares a través de esos acuerdos: 12500 millones de dólares provenientes del Tesoro y de la Reserva Federal de los Estados Unidos, 300 millones de dólares del Banco de Canadá, y el resto del FMI. Concluyendo con un total de: 20 000 millones de dólares por parte de los Estados Unidos; 1 100 millones de dólares del Banco de Canadá; 17 500 millones de dólares del FMI; 10 000 millones de dólares del Banco Internacional de Pagos; y 2 287 millones de dólares del Banco Interamericano de Desarrollo y el Banco Mundial” (Organización de Cooperación de Desarrollo Económico, 1995: 66).

Las autoridades mexicanas emplearon esos fondos para tres propósitos fundamentales:

- 1) Redimir los Tesobonos indizados al dólar y llegados a vencimiento,²¹
- 2) Refinanciar obligaciones en divisas de los bancos comerciales, como las líneas de crédito extranjeras y los certificados de depósito denominados en divisas y,²²
- 3) Fortalecer las reservas de divisas, que a finales de junio eran de aproximadamente 10 000 millones de dólares

²⁰ Swap consiste en identificarlo con una serie consecutiva de contratos adelantados hechos a la medida los cuales no necesariamente involucran la entrega de la divisa o del instrumento de deuda base del swap, sino de compensaciones en efectivo

²¹ En julio, el volumen de Tesobonos fuera del Banco Central había descendido a 10000 millones de dólares y 29 000 millones de dólares a finales de diciembre.

²² A finales de junio, la suma destinada a tal propósito era de aproximadamente 4300 millones de dólares

El reto del gobierno desde el estallido de la crisis ha sido recobrar la credibilidad, es por ello que puso en marcha los programas antes mencionados, especificó su política monetaria, fiscales y cambiarias de acuerdo al modelo vigente, resultado de lo anterior, la economía mexicana (resultados macroeconómicos) presentó resultados favorables como son un alto crecimiento económico, estabilidad en el tipo de cambio, inflación tasas de interés. Pero ello, trajo consigo altos costos a nivel microeconómico, el nivel del ingreso del as familias se contrajo. El costo fiscal de los apoyos a la banca representó alrededor de 7.1% del PIB en 1995 En 1998 los apoyos a través del FOBAPROA y del IPAB representaron 13.2% del PIB, y al cierre del primer trimestre de 2001, 12.6%; esto permitió reestructurar las carteras de los bancos, aumentando el nivel de capitalización, aunque los niveles de rentabilidad tuvieron variaciones pequeñas (la rentabilidad del sistema bancario cayó 22.7% durante los primeros meses de 1996 No obstante este indicador se incrementó a finales del 2000 llegando a un nivel de 9.69%).

El Estado no pudo canalizar recursos suficientes al sector productivo por varias razones, entre ellas: a) El costo fiscal del IPAB es muy alto, lo que limita la inversión productiva por parte del Estado; b) la reducción del gasto social impide el desarrollo en educación, salud y vivienda; y c) la situación se agrava por el alto costo de la deuda, tanto interna como externa

La economía mexicana ha tenido diversas transformaciones en especial el sistema bancario, el cual se ha valido de diversos esquemas para poder elevar la eficiencia, uno de los cuales han sido las fusiones, adquisiciones y la extranjerización, ejemplo de ellos tenemos: Santander adquirió el Banco Mexicano, y posteriormente se fusionó con Banca Serfin; CitiBank compró Banca Confia; en marzo del 2000 Bancomer se fusionó con el Banco Bilbao Vizcaya y en abril del 2002 fue considerado como una filial del banco español; Citigroup adquirió Banamex en julio del 2001, Bancrecer fue adquirido por Banorte en septiembre de 2001 y en agosto de 2002 el grupo Hong Kong Shanghai Banking Corporation (HSBC) compró al grupo Bital (ver cuadro 3).

Cuadro 3
Fusiones, adquisiciones y extranjerización

1990	1991	1992	1994	1998	2000	2001	2002
Banamex	Banamex	Banamex	Banamex	Banamex	Banamex	Citibank-	
Confía	Confía	Confía	Confía	CitiBank ¹	CitiBank	Banamex ¹	
Bancomer	Bancomer	Bancomer	Bancomer		BBV - Bancomer ¹		
BCH	BCH - Unión	Promex					
Unión							
Multibanco Mercantil México	Probursa		BBV ¹				
Probursa							
Oriente	Oriente	Oriente		Oriente			
Cremi	Cremi	Cremi	Cremi				
Bitel	Bitel	Bitel	Bitel			HSBC-Bitel ¹	
Atlántico	Atlántico	Atlántico					
Inverlat	Inverlat	Inverlat	Inverlat	Nova Scotia ¹	Nova Scotia	Nova Scotia	
Serfin	Serfin	Serfin	Serfin	Serfin	Santander - Serfin ¹		
Somex	Somex	Somex	Mexicano	Santander			
Bancén	Bancén	Banorte	Banorte			Banorte - Bancrecer	
Banco Mercantil del Norte	Banco Mercantil del Norte	Banco Mercantil del Norte					
Banpaís	Banpaís	Banpaís					
Bancrecer	Bancrecer	Bancrecer					Bancrecer - Banoro
Banoro	Banoro	Banoro					

¹ Bancos extranjerizados

Fuente: Comisión Nacional Bancaria de Valores Boletín estadístico de banca múltiple México, varios años

Lo acontecido en México a partir de 1994-1995 hace que surja el interrogante de si realmente el Fondo Bancario de Protección al Ahorro, el Acuerdo para Deudores, el Programa de Capitalización Temporal y el Instituto para la Protección del Ahorro Bancario han cumplido con su objetivo

Todos estos programas no han sido suficiente para salir de la crisis, considerando el costo fiscal tan alto y los efectos económicos sociales en la sociedad mexicana como son el incremento de la pobreza (cifras oficiales hablan de 53 millones de pobres), problemas productivos, falta de políticas claras que fortalezcan el crecimiento y desarrollo económico (tenemos el caso de la reforma fiscal aprobada en enero del 2002), incremento del

desempleo y altos índices de criminalidad, todo ello a pesar de tener resultados macroeconómicos aceptables (bajos niveles de inflación, *estabilidad* en el tipo de cambio y tasas de interés bajas, entradas de capital, etc), desde luego, esto no es el reflejo del nivel de desarrollo del país, que continuando con el modelo económico vigente, todos estos problemas seguirán incrementándose

5. LA CRISIS EN EL SUDESTE DE ASIA 1997 (COREA DEL SUR, TAIWAN, HONG KONG, - NICS - MALASIA, TAILANDIA, INDONESIA, SINGAPUR Y FILIPINAS - ASEAN -)

La crisis asiática ha sido un paradigma que ha obligado a una profunda discusión sobre sus orígenes, dado que existía un crecimiento económico de más de 30 años en la región. Existen varios enfoques que tratan de explicar la crisis asiática: los defensores neoclásicos argumentan que la crisis se originó por la excesiva intervención estatal, los críticos de los neoclásicos afirmaron que la crisis era inevitable, dada las características fundamentales del modelo neoclásico. El objetivo de este capítulo es analizar las causas y repercusiones que ha tenido la crisis asiática, cuál fue el comportamiento macroeconómico en los países afectados de la región con el objetivo de tener un punto de referencia de prevención de la crisis, o minimizar su impacto. Es importante el analizar el manejo que se le dio a la crisis por parte de los gobiernos de los países afectados y de los organismos internacionales, pues es posible extraer varias lecciones para el manejo de futuras crisis.

5.1 *Condiciones económicas antes del estallido de la crisis*

Las economías asiáticas Corea del Sur, Taiwan, Hong Kong, -NICS²³- Malasia, Tailandia, Indonesia, Singapur y Filipinas -ASEAN²⁴- presentaban durante el periodo 1990-1996 indicadores macroeconómicos estables, tal como baja deuda pública, inflación moderada, déficit presupuestarios bajos, tasas de desempleo bajas, crecimiento del Producto Interno Bruto -PIB- elevados (ver cuadro 4). Asimismo las condiciones internacionales eran favorables si consideramos que las tasas de interés en los Estados Unidos habían venido descendiendo hasta 1994 y en Japón venían también cayendo, mientras que las tasas de crecimiento económico y del comercio mundial de los países desarrollados eran sostenidas. La crisis apareció después de más de treinta años de progreso económico en la zona (según cifras del Banco Mundial la región presentó un crecimiento económico de 6.8% anual de 1979 a 1988, que representaba el doble del promedio mundial y 2.5 veces el crecimiento de América Latina, y 7.6% de 1989 a 1997, mayor al ritmo de crecimiento de las demás

²³ Países de reciente industrialización

²⁴ Asociación de países del sudeste de Asia

CRISIS FINANCIERA GLOBAL MÉXICO Y EL SUDESTE DE ASIA
1994-2001

áreas del mundo); por sus características ha sido considerada como una crisis clásica de deuda-deflación que pone fin al largo ciclo de expansión del área, el cual fue impulsado, agudizado y amplificado en escala mundial por un sistema monetario y financiero internacional pragmático y sin reglas claras y explícitas, el cual estuvo basado en el financiamiento de los desequilibrios externos mediante inversión extranjera en cartera. Es decir, se presentaron desequilibrios macroeconómicos como son la disminución en la rentabilidad de la inversión, el incremento de la deuda externa de corto plazo (denominada en moneda extranjera) y un crecimiento del crédito bancario al sector privado excesivo

Cuadro 4
Principales variables macroeconómicas
1995-2001
(porcentaje)

	Producto Interno Bruto	Inversión Interna/PIB	Ahorro Interno/PIB	Inflación	Crecimiento del M2	Balance Fiscal/PIB	Exportaciones	Importaciones	Cuenta Corriente/PIB
Corea									
1995	8.9	37.0	36.8	4.5	15.6	0.5	31.5	32.1	-1.8
1996	7.1	38.2	35.2	4.9	15.8	0.0	4.1	12.2	-4.8
1997	5.0	34.2	32.5	4.5	14.1	-1.5	6.7	-2.2	-1.7
1998	-6.7	21.2	33.9	7.5	27.0	-4.2	-4.7	-36.2	12.8
1999	10.7	26.8	33.0	33.0	0.8	-2.9	10.1	29.0	6.1
2000	7.5	28.5	30.9	3.2	24.8	-2.8	10.0	23.1	2.4
2001	6.0	27.2	27.9	3.2	21.5	-2.6	7.4	14.3	0.8
China									
1995	10.5	40.2	41.9	17.1	29.5	-1.0	24.9	15.5	0.2
1996	9.6	39.2	41.4	8.3	25.8	-0.8	17.9	19.5	0.9
1997	8.8	38.1	41.5	2.8	17.3	-1.8	21.0	2.5	3.3
1998	7.8	37.8	40.9	-0.8	15.3	-3.0	0.5	-1.5	3.1
1999	7.1	37.8	39.0	-1.4	14.7	-4.0	6.0	18.2	1.2
2000	6.5	37.8	37.4	1.8	16.0	-3.0	5.0	10.0	-0.4
2001	6.0	37.3	36.4	2.0	16.0	-3.0	5.0	8.0	-0.9
Filipinas									
1995	4.8	21.6	16.8	8.1	25.2	0.6	29.4	23.7	-4.4
1996	5.7	23.3	18.8	8.4	15.8	0.3	17.7	20.8	-4.7
1997	5.2	24.9	19.6	5.9	20.9	0.1	22.8	14.0	-5.3
1998	-0.5	20.4	22.3	9.8	7.4	-1.8	16.9	-18.8	1.7
1999	3.2	18.8	19.8	6.6	19.3	-3.6	18.8	4.1	9.1
2000	3.8	19.5	20.0	6.5	17.0	-1.8	14.0	14.0	6.3
2001	4.3	20.0	21.0	6.0	18.0	-2.0	14.0	16.0	5.6
Indonesia									
1995	8.2	31.9	30.6	9.5	27.6	0.4	18.0	26.6	-3.2
1996	8.0	30.8	30.2	7.9	29.6	0.8	5.8	8.1	-3.4
1997	4.7	31.8	29.4	6.6	23.2	0.0	12.2	4.5	-2.3
1998	-13.2	19.1	23.2	58.5	62.4	-3.7	-10.5	-30.9	4.1
1999	0.2	11.6	13.2	20.5	11.9	-2.3	-7.4	-10.8	3.5
2000	4.0	13.0	15.2	6.0	13.0	-5.0	8.1	7.5	2.2
2001	5.0	17.5	18.0	5.0	17.0	-3.1	9.0	14.0	0.5

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

**CRISIS FINANCIERA GLOBAL MÉXICO Y EL SUDESTE DE ASIA
1994-2001**

Continuación

	<i>Producto Interno Bruto</i>	<i>Inversión Interna/PIB</i>	<i>Ahorro Interno/PIB</i>	<i>Inflación</i>	<i>Crecimiento del M2</i>	<i>Balace Fiscal/PIB</i>	<i>Exportaciones</i>	<i>Importaciones</i>	<i>Cuenta Corriente/PIB</i>
Hong Kong									
1995	3.9	34.8	30.5	8.6	14.6	-0.3	14.8	19.1	n.d.
1996	5.0	32.3	30.7	6.0	10.9	2.2	4.0	3.0	n.d.
1997	5.0	34.6	31.1	5.8	6.6	8.3	4.0	5.1	n.d.
1998	-5.1	29.7	30.2	2.8	-1.8	11.8	-7.5	-11.6	n.d.
1999	2.9	25.4	29.8	-4.0	-0.1	8.1	-0.1	-2.7	n.d.
2000	5.0	27.3	30.7	-1.0	-0.5	12.0	9.1	10.7	n.d.
2001	5.5	34.0	32.0	3.1	1.0	15.0	10.0	11.0	n.d.
Taiwan									
1995	6.0	23.7	25.6	3.7	9.4	-7.4	20.0	21.2	2.1
1996	5.7	21.2	25.1	3.1	9.1	-7.4	3.8	-0.1	4.0
1997	6.7	24.2	26.4	0.9	8.0	-3.8	5.4	10.1	2.4
1998	4.6	24.9	26.0	1.7	8.6	-3.3	-9.5	-7.4	1.3
1999	5.7	24.4	26.0	0.2	92.0	-4.2	6.8	2.8	3.0
2000	6.3	24.2	26.8	1.9	9.3	-6.0	12.5	15.8	1.8
2001	6.2	24.5	27.2	2.0	9.0	-5.8	11.5	13.4	1.5
Tailandia									
1995	8.8	41.6	33.6	5.8	17.0	3.0	24.8	31.9	-7.9
1996	5.5	41.7	33.7	5.9	12.6	0.9	-1.9	0.6	-7.9
1997	-1.8	33.2	32.4	5.6	16.4	-0.9	3.8	-13.4	-2.1
1998	-10.4	26.1	39.3	8.1	9.5	-3.4	-6.8	-33.8	12.7
1999	4.1	26.8	36.4	0.3	2.1	-3.0	7.4	17.7	9.1
2000	4.5	30.4	36.3	2.5	8.0	-3.0	7.0	16.5	5.5
2001	4.6	33.0	36.0	3.5	12.0	-1.6	8.0	17.0	1.9
Singapur									
1995	8.7	33.7	51.0	1.7	8.5	7.6	21.0	21.6	17.0
1996	6.9	35.3	51.2	1.4	9.8	6.8	6.4	5.4	15.4
1997	8.0	38.7	50.4	2.0	10.3	9.6	-0.2	0.7	15.8
1998	1.5	33.5	49.9	-0.3	30.2	1.6	-12.2	-23.2	20.9
1999	5.4	32.7	51.2	0.5	8.5	2.5	2.6	6.8	18.5
2000	5.9	34.2	52.0	1.5	11.6	3.0	3.5	7.9	17.8
2001	6.2	36.0	52.0	1.5	11.8	3.3	5.3	8.8	16.0
Malasia									
1995	9.5	43.5	39.5	3.4	24.0	0.9	26.6	30.4	-8.4
1996	8.6	41.5	42.6	3.5	20.9	0.7	7.3	1.7	-5.0
1997	7.5	42.9	37.3	2.7	18.5	2.5	1.2	1.4	-5.0
1998	-7.5	26.7	39.6	5.3	2.7	-1.9	-7.5	-26.5	12.9
1999	5.4	23.7	37.7	2.8	8.3	-4.9	10.1	10.0	14.0
2000	6.0	24.1	35.4	3.3	12.0	-2.0	8.0	12.6	11.3
2001	6.1	25.0	35.0	3.5	14.5	0.5	8.0	13.0	8.1

Fuente: Fondo Monetario Internacional, Perspectivas de la Economía Mundial, varios números

Los problemas de la crisis no son únicos dado que varían con relación a cada país por lo que los podemos englobar de la siguiente manera:

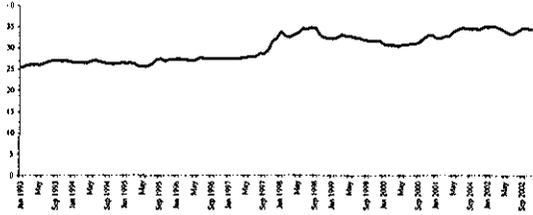
- a) Algunos analistas como Pablo Bustelo (1999) consideran a la crisis del sudeste asiático (Tailandia, Indonesia, Malasia y Filipinas) como una crisis de balanza de pagos ocasionada por la presencia de déficit en cuenta corriente en un contexto de moneda apreciada (ver gráfica 1) (Tailandia y Filipinas presentaban los dos fenómenos y Malasia e Indonesia sólo el segundo)

- b) La crisis de Corea del Sur ha sido una crisis de solvencia de bancos y empresas que con el tiempo pasó a ser una crisis de liquidez de pagos. Existía una sobreinversión que condujo a excesos de inventarios y a un incremento de la deuda externa privada a corto plazo; la relación deuda/activos de las empresas manufactureras e instituciones financieras era considerable
- c) La crisis financiera de Japón la cual comenzó a principios de 1990 como resultado del auge financiero y crediticio que tuvo en la década de los ochenta. El desplome que sufre en su bolsa de valores ocasiona un estancamiento productivo, deflación, crisis bancaria y devaluación de la moneda japonesa frente al Dólar. Se le considera como crisis *keynesiana* o de insuficiencia de demanda la cual se agravó por los límites de la política fiscal y monetaria; es básicamente una crisis interna.
- d) Con respecto a las demás economías del sudeste asiático, en vista de que "forman parte de la zona monetaria del dólar, la competitividad de sus productos se redujo al mantener sus tipos de cambio alineados con la divisa estadounidense. Las exportaciones de éstas naciones se frenaron por la apreciación de sus monedas y la disminución de las importaciones japonesas" (Guillén, 1999: 16)

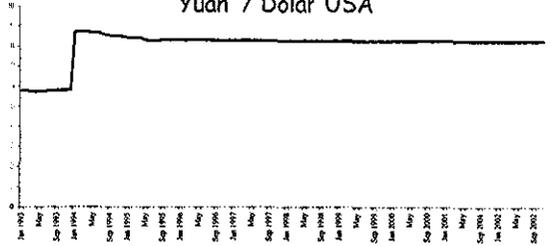
**CRISIS FINANCIERA GLOBAL MÉXICO Y EL SURESTE DE ASIA
1994-2001**

**Gráfica 1
Tipo de cambio de la moneda local con respecto al dólar de los Estados Unidos**

Taiwan
Dólar/ Dólar USA



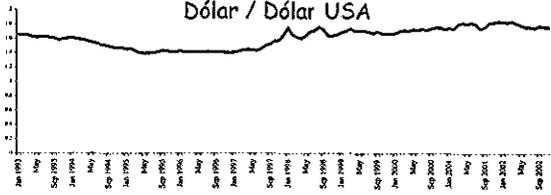
China
Yuan / Dólar USA



Tailandia
Bath / Dólar USA



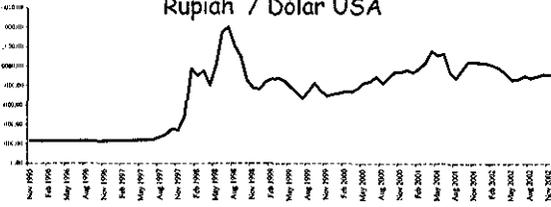
Singapur
Dólar / Dólar USA



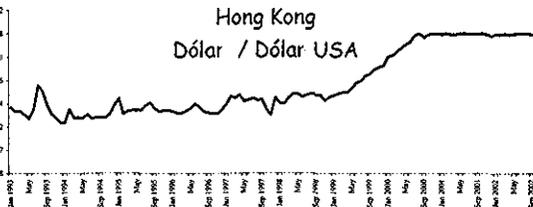
Corea
Won / Dólar USA



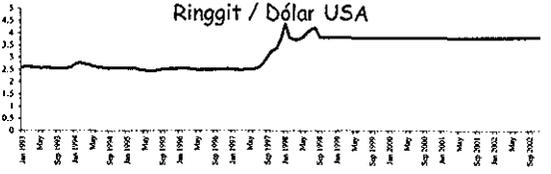
Indonesia
Rupiah / Dólar USA



Hong Kong
Dólar / Dólar USA



Malasia
Ringgit / Dólar USA



Fuente: Información obtenida vía Internet de la Home Page <http://pacific.commerce.ubc.ca/pacific.html>

Como en casi todas las economías, en Asia se presentó la liberalización financiera en forma indiscriminada en la cual no se establecieron los mecanismos de regulación y supervisión necesarios. La liberalización comprendió la desregulación del sistema financiero nacional y la apertura de la cuenta de capital y se por lo que se afirma que “el comportamiento especulativo y de rebaño (*herding*) de los mercados internacionales de capital superpuso a una vulnerabilidad endógena en los países de Asia, que se debió a una liberalización (desregulación y apertura) prematura e indiscriminada y que generó problemas de reantabilidad y de endeudamiento externo” (Bustelo, 2000) Las características de cada una de ellas se enuncian a continuación:

a) Desregulación del sistema financiero

- Liberalización de las tasas de interés
- Eliminación de las barreras a la entrada de la intermediación financiera
- Se facilitó el endeudamiento y el otorgamiento del crédito a las instituciones financieras
- Eliminación de las restricciones a la financiación de la deuda de las empresas

b) Apertura de la cuenta de capital

- Eliminación a las limitaciones de préstamos del exterior
- Aumento del crédito bancario al sector privado
- Acumulación importante de la deuda externa a corto plazo

A partir de las políticas desreguladoras y liberalizadoras antes mencionadas, se fueron presentando modificaciones en el comportamiento de los diversos agentes en el mercado poco previsible, y que no fueron consideradas por los gobiernos para instrumentar políticas complementarias, ante la presencia de desequilibrios que muy pronto desencadenarían la crisis

Es decir, no se tomaron medidas correctivas ante la presencia de los factores como el rápido crecimiento del crédito interno, la apreciación del tipo de cambio y otros arriba mencionados, dado que los gobiernos y los grupos empresariales seguían aplicando políticas expansionistas junto con la liberalización de los sistemas financieros y la promoción de la inversión extranjera de cartera que financió los desequilibrios externos. Los cuales fueron factores que originaron una severa crisis impactando a los mercados emergentes de otras regiones

Los ataques especulativos contra las monedas y las bolsas de valores ocasionaron la flotación del *bath* tailandés, la entrada de los flujos de capital disminuyó de 102 300 millones de dólares en 1996 a 27 600 millones de dólares en 1998 ocasionado a la disminución de los préstamos bancarios y de inversión en cartera

5.2 *Causas de la crisis*

La crisis asiática se presentó por el manejo erróneo en la política económica de los países involucrados, por falta de información confiable de los agentes económicos, el mal manejo de ciertos sucesos económicos como es el riesgo moral y sobre todo dejar de lado el importante papel que juega el sector productivo, dado que es el que le da sustento a una economía y no el capital financiero

Se observa algunas señales indicativas de una crisis de pagos externos, tal como desaceleración del crecimiento de las exportaciones, apreciación real efectiva de la moneda, incremento del déficit en cuenta corriente el cual está financiado por capitales externos de corto plazo, debilidad del sistema bancario, aumento del crédito interno, especulación en el mercado de bienes raíces e incremento de los niveles inflacionarios.

Durante la década de los noventa, el crédito bancario se expandió a tasas notablemente mayores a las del producto, que ya eran elevadas (ver cuadro 5) Esta expansión fue evidente entre 1993-1996, en Filipinas, Tailandia, Malasia, Indonesia, Corea, Singapur y Taiwán. Esto se explica por el acceso del sistema bancario local a créditos de la banca internacional, que se agregaron al elevado ahorro interno, donde de julio de 1994 a junio de 1997, los saldos de esos créditos crecieron en Filipinas, Tailandia, Corea, Malasia e Indonesia.

CRISIS FINANCIERA GLOBAL MÉXICO Y EL SUDESTE DE ASIA
1994-2001

Cuadro 5
Evolución de los saldos del crédito bancario interno en las economías del sudeste de asia

		1985	1990	1992	1993	1994	1995	1996
COREA	Créditos como porcentaje del PIB	51.9	54	54.9	55.5	57.4	56.9	58.3
	Créditos reales 1985 = 100	100	167.8	195.7	209.1	235.1	254.3	278.3
FILIPINAS	Créditos como porcentaje del PIB	34.6	24.8	20.5	46.3	48.5	56.9	68.8
	Créditos reales 1985 = 100	100	90.3	74.4	171.5	187.7	230.5	294.3
HONG KONG	Créditos como porcentaje del PIB	147.1	209.6	200.3	204.5	190.9	198	198.9
	Créditos reales 1985 = 100	100	209.7	219	233.6	233.6	275.9	290.3
INDONESIA	Créditos como porcentaje del PIB	14.4	44.2	44.8	48.2	50.2	51.5	54.2
	Créditos reales 1985 = 100	100	447.9	529.4	611.9	683	759.9	861.7
MALASIA	Créditos como porcentaje del PIB	67.4	78.7	76.9	78.6	76.1	84.9	93.3
	Créditos reales 1985 = 100	100	162.4	185.9	206.2	218.3	266	315.8
SINGAPUR	Créditos como porcentaje del PIB	111.3	100.7	103.3	100.3	98.9	105.7	111.1
	Créditos reales 1985 = 100	100	135.5	184.5	197.7	215.5	250.3	281.7
TAILANDIA	Créditos como porcentaje del PIB	66.1	70.1	73.8	80.9	91.7	97.4	99.3
	Créditos reales 1985 = 100	100	173.4	214.1	254	313.1	361.7	393.6
TAIWAN	Créditos como porcentaje del PIB	74.9	103.5	135.5	147.6	158.4	162.1	159.9
	Créditos reales 1985 = 100	100	213.9	321.9	372.4	426.1	462.4	481.8

Fuente: Comisión Económica para América Latina. *Impacto de la crisis asiática en América Latina*. Chile 1998, pp 47

Pero el incremento más importante del endeudamiento con la banca extranjera correspondió a la deuda contraída por el sector privado no bancario: en Tailandia y Filipinas aumentó la deuda cerca del 60%, en Malasia en 70%, y 80% en Indonesia, (ver cuadro 6).

En Taiwán y Corea, el sistema bancario nacional siguió canalizando la mayor parte de los créditos externos con bancos extranjeros.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

Cuadro 6
Préstamos otorgados por la banca extranjera

	Saldos Totales (millones de dólares)			Créditos a menos de 1 año (porcentaje del total)		
	jun-92	jun-94	jun-97	jun-92	jun-94	jun-97
Corea	36,889	48,068	103,432	70.6	72.6	67.9
Filipinas	7,114	5,926	14,115	40.3	44.7	58.8
Indonesia	27,610	30,902	58,726	57.2	60.9	59.0
Malasia	7,722	138,874	28,820	41.0	59.1	56.4
Tailandia	21,372	36,542	69,382	68.6	74.3	65.7
Taiwán	14,559	18,362	25,163	93.0	92.7	87.3

	Créditos recibidos por el sector bancario (porcentaje del total)			Créditos recibidos por el sector privado no bancario (porcentaje del total)		
	jun-92	jun-94	jun-97	jun-92	jun-94	jun-97
Corea	59.9	66.4	65.1	29.7	25.7	30.6
Filipinas	23.2	19.2	38.9	20.8	34.3	48.0
Indonesia	19.7	23.2	21.1	55.4	56.4	67.7
Malasia	29.7	36.3	36.4	25.3	43.0	57.1
Tailandia	26.5	32.8	37.6	60.7	60.0	59.5
Taiwán	59.6	67.1	61.6	35.4	29.1	36.8

Fuente: Comisión Económica para América Latina;
Impacto de la crisis asiática en América Latina, Chile, 1998, pp. 47

Una característica común en los países del sudeste asiático es la adopción de una política cambiaria que vinculó la moneda al dólar de Estados Unidos. Esta política tuvo la virtud de establecer informalmente una zona de relativa estabilidad cambiaria entre los países de la subregión, lo que favorecía el intercambio comercial. Sin embargo, dado que la moneda de Japón y las europeas han sufrido bruscas fluctuaciones con relación al dólar, la política cambiaria suponía apreciaciones o depreciaciones de la moneda nacional, lo que ocasionó que los productores locales sufrieran importantes cambios con relación a su competitividad. Por lo que, el alza progresiva del dólar de Estados Unidos a partir de 1995, afectó la competitividad de las exportaciones del sudeste asiático, por lo que las industrias que hacen uso intensivo de mano de obra sufrieron pérdidas de mercados debido a la competencia. A

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

su vez se le debe agregar la disminución de la demanda de ciertos insumos como la electricidad, por esto las exportaciones crecieron en muy poco por lo que el déficit en cuenta corriente creció en forma considerable, dado que los créditos externos siguieron expandiéndose, con lo que las importaciones no disminuyeron.

El financiamiento de emergencia a gran escala que el banco central concedió al sistema bancario interno en junio de 1997 dio a los inversionistas de Tailandia la señal de que era el momento de deshacerse de los activos en *bath* y transferirlos a fondos líquidos, a la vez que ofreció la liquidez necesaria para financiar la fuga de capitales. Como se ocultó la pérdida de reservas por parte del gobierno, recurriendo a contratos de cambio a término, se hizo inevitable la crisis.

La crisis en Tailandia evidenció la inexistencia de un plan para contingencia en los demás países de Asia, dado que tuvieron problemas de presiones especulativas. Es así como los inversionistas se percataron de la existencia de rasgos comunes en los países de la región. "Los agentes del mercado sospechaban que la preocupación por la competitividad relativa terminaría por producir un movimiento en cadena de las monedas, ya que competían en el mismo mercado de exportación" (Lipsky, 1998: 11)

Al retirarse los bancos centrales de Asia del mercado de divisas, los prestamistas sufrieron considerables pérdidas cambiarias y se vieron ante grandes riesgos sin cobertura. Con el afán de que las empresas locales pudieran cubrir sus pasivos externos, las presiones sobre las monedas de la región se intensificaron por lo que se incrementó la incertidumbre, y se estimuló la especulación y la desconfianza de los inversionistas.

Como consecuencia de la regionalización, y ante la devaluación del *bath*, sus efectos se propagaron por toda la región en forma acelerada, ocasionando grandes problemas económicos y financieros, este problema se agravó aún más dado que las autoridades nacionales e internacionales no evaluaron las opciones de política económica en forma coordinada, por lo que la fuga de capitales se extendió en toda la región y los prestamistas externos no refinanciaban los créditos que vencían y muchos otorgaban nuevos con lo que se precipitó aún más la crisis.

Para el Fondo Monetario Internacional la crisis asiática se originó por "el fracaso para amortiguar las presiones al sobrecalentamiento, cada día más evidente en Tailandia y muchos otros países de la zona y que se manifestaron en amplios déficits externos y burbujas en el mercado de bienes raíces; el mantenimiento de las tasas de cambio estables por

mucho tiempo, lo cual alentó préstamos externos y condujo a una exposición al riesgo cambiario externo, tanto en el sistema financiero como corporativo; y las reglas prudenciales laxas que produjeron al agudo deterioro de la calidad de las carteras de crédito de los bancos" (Guillén, 1999: 17), el PIB real en Tailandia se contrajo 5% y la cartera bancaria vencida llegó aproximadamente a 20% con respecto al PIB real (Mántey, 1999:147) todo ello condujo al estallido de la crisis financiera. La eliminación de barreras a la entrada de intermediación financiera ocasionó la proliferación de instituciones no bancarias nuevas y sin experiencia. No se realizó una verdadera evaluación de los préstamos otorgados y recibidos, hubo una exposición al riesgo de tipos de interés y de cambio. Los préstamos bancarios internos fueron dirigidos a la bolsa de valores y al mercado inmobiliario con lo que se creó una burbuja especulativa en ambos mercados.

Sin embargo, es importante señalar el papel que jugaron los flujos externos de capital de cartera en la crisis y en los fenómenos de sobrevaluación y desequilibrio externo. La apreciación cambiaria, el auge de las importaciones, el freno de las exportaciones y el impulso del endeudamiento externo de bancos y corporaciones fue resultado de la apertura de la cuenta de capital que comenzó en 1990. Se perdió competitividad por la depreciación del *yen* respecto al dólar desde 1995 ocasionada por la presencia de exportadores de bajo costo (China) y por la disminución en las importaciones de los países desarrollados.

Según cifras del World Bank Debtor Reporting System de 1999, de 1990 a 1996 los flujos privados de capital hacia los países emergentes se incrementaron de 50 mil millones de dólares a 304 500 millones de dólares. En 1990-1994 el saldo superavitario de la balanza de capital generado por el ingreso de flujos de capital de cartera representó 10.1% del PIB en Malasia, 9.4% en Tailandia, 8.3% en Filipinas y 5.3% en Indonesia.

Usando el término de los operadores financieros *los fundamentales de las economías asiáticas* eran sólidos, lo que implicaba que el riesgo para los inversionistas era bajo. Pero esos fundamentales se modifican al incrementarse los ingresos de capital: aumentó el déficit en cuenta corriente, el endeudamiento y la sobrevaluación. Por lo que resultó una amenaza para los países de la región en virtud de la entrada de capital especulativo siendo propensos a una crisis financiera.

"Los flujos de capital responden a motivaciones de rentabilidad. Su movimiento internacional implica tasa de interés reales altas y monedas estables o en proceso de apreciación. La sobrevaluación de las monedas se refuerza si la cuantía de los flujos

aumenta. Como dice Francois Chesnais: *El anclaje al dólar es la condición exigida a un país colonial o semicolonial para que acceda a la condición de mercado (financiero) emergente. Los imperativos de rentabilidad y seguridad de las finanzas internacionales no son los mismos que los de la industria nacional*" (Guillén, 1999: 18)

Es decir, el deterioro de la cuenta corriente que fue acompañado por la salida de capital como consecuencia en el incremento de la tasas de interés de los Estados Unidos, originaron presiones sobre el tipo de cambio, por lo que el gobierno tailandés se vio obligado a incrementar su tasa de interés afectando de este modo a la bolsa de valores, a su vez se originó una crisis inmobiliaria como consecuencia de una gran venta de bienes raíces

La apertura de la balanza de capital origina una contradicción entre los intereses de los inversionistas financieros y los correspondientes a los productores nacionales.

Cuando los desequilibrios en Tailandia se consideraron insostenibles por parte de los operadores financieros y éstos abandonaron el país, provocaron la depreciación abrupta del *bath*, la cual incrementó la carga deudora y profundizó los problemas recesivos del ajuste bancario, con lo que se ocasionó la quiebra de empresas que eran rentables y eficientes. A su vez, se produjo una gran fuga de capitales que propició la contracción de la liquidez interna "Los bancos internacionales se negaron a renegociar los préstamos y el mercado accionario se derrumbó, destruyendo el colateral de los créditos" (Mántey, 1999: 147) con lo que se ocasionó un deterioro en el sistema financiero nacional.

Retomando las ideas de Chesnais podemos afirmar que los operadores financieros se convencieron de la ineficiencia de las naciones asiáticas para proseguir sus exportaciones conservando su alineación con el dólar. Previeron el carácter de inevitable de las devaluaciones y trataron de mantener el valor de los capitales bajo su gestión y asegurar su ganancia. Con lo que se desató la crisis financiera ocasionando un efecto dominó en los mercados financieros y cambiarios de la región y otros mercados emergentes. Contrario a la propuesta de una mayor supervisión y regulación financiera, los defensores del neoliberalismo afirman que en presencia de crisis financiera se manifiesta la racionalidad de los operadores la cual es el abandonar los mercados y propiciar la fuga la fuga hacia la liquidez.

Desde que comenzó de la crisis, el sobreendeudamiento de las corporaciones y bancos se manifestó con toda su fuerza, lo que evidenció la debilidad de las instituciones financieras en cuanto a la supervisión y regulación del sistema así como el fenómeno de riesgo moral. La crisis de Asia se presentó en países que tenían pocas deficiencias que normalmente se presentaban en naciones que por lo general solicitan ayuda al FMI; dado que gozaban de superávit fiscal, tasas de ahorro bajas, bajas tasas de inflación, entradas masivas de capital y por tanto un tipo de cambio sobrevaluado.

Al inicio y desarrollo de la crisis el factor más importante fue la fragilidad financiera, la cual tiene cuatro aspectos interrelacionados:

- a) Muchas instituciones y sociedades de financieras de Asia habían obtenido préstamos en moneda extranjera sin una adecuada cobertura volviéndose vulnerables a la depreciación.
- b) La mayor parte de la deuda era de corto plazo
- c) Se registraron grandes alzas en los mercados bursátiles y de bienes raíces antes de la crisis, con lo que se incrementó la posibilidad de una deflación del precio de los activos.
- d) La asignación del crédito fue deficiente, volviendo inestable al sistema bancario

La fragilidad del sistema financiero se explica por:

- a) La ineficiencia de la supervisión y regulación financiera en el marco de la liberalización del sector financiero. El endeudamiento a corto plazo fue alentado por la liberalización de la cuenta de capital, la cual se llevo a cabo en forma precipitada
- b) La escasa flexibilidad del tipo de cambio que condujo a que los prestatarios subestimaran el riesgo cambiario
- c) La política monetaria llevada a cabo permitió un incremento del crédito interno; así como para el caso de los prestamistas internacionales.

La interpretación teórica que se le da a la crisis asiática fue que se presentó “una crisis de liberalización, o de manera más inequívoca, de desregulación (o de infrarregulación) y de apertura. En palabras Ajit Singh, si esos países –los de Asia oriental- hubiesen seguido manteniendo el modelo asiático de inversión dirigida por el Estado y de control estatal del sistema financiero, no se habría producido una crisis absoluta. La crisis se debió directamente a la desregulación y a la liberalización, en virtud de las cuales los gobiernos

renunciaron al control del sector financiero y de las actividades de inversión de las empresas privadas. Tal proceso condujo a una mala asignación de la inversión, así como a una sobreinversión". (Palazuelos, 2002: 250)

La crisis financiera asiática continúa siendo un ejemplo paradigmático de las consecuencias de una liberalización y desregulación financieras precipitadas, pues los elevados rendimientos alcanzados por los capitales que ingresaron en muy corto plazo, fueron insostenibles y a su salida precipitaron una recesión profunda acompañada de desempleo, caída de la inversión, devaluación y niveles de crecimiento negativo; todo repercutiendo en otros mercados emergentes, en especial América Latina.

5.3 Políticas para enfrentar la crisis

Los organismos financieros como el FMI atribuyen la crisis financiera en Asia como consecuencia de que los sistemas financieros eran débiles y mal regulados por lo que no pudieron aprovechar los beneficios de los flujos financieros de capital (Kregel, 1999:14). A su vez la crisis en Tailandia se atribuye también al mal manejo de la política monetaria y cambiaria por parte del banco central y "a la utilización del capital foráneo en inversiones de bajo rendimiento" (Mántey, 1999, 147)

Los objetivos del FMI para controlar la crisis se encaminaron a restablecer nuevamente la confianza de los inversionistas, para ello su respaldo se dividió en:

- a) Grandes planes financieros oficiales y ciertas medidas para evitar la salida de capital privado. La asistencia del FMI se otorgó por etapas, con lo que se limitó la capacidad de las autoridades para contrarrestar las presiones inmediatas del mercado y los programas se aplicaban según lo previsto si seguía habiendo un volumen importante de financiamiento privado.
- b) Conjunto de reformas estructurales. Las cuales se centraron en los sectores financiero y empresarial, y tenían como objetivos el resolver los problemas creados por la crisis: intervenir las instituciones insolventes y adoptar medidas para disminuir el doble riesgo de pánico bancario y expansión descontrolada de la liquidez. Otro objetivo era el dar solidez al sistema financiero para disminuir la posibilidad de nuevos problemas.
- c) Políticas macroeconómicas encaminadas a controlar la crisis. Como primer medida se adoptó un tipo de cambio flotante; aunque se cayó en la disyuntiva de una política

monetaria la cual debiera resistir a las presiones del mercado y evitar una espiral de depreciación e inflación y/o limitar los efectos adversos de una política monetaria más restrictiva en la economía real. Se adoptó esta segunda vía, la cual permitió estabilizar la moneda. “El periodo de altas tasa de interés fue comparativamente breve y no produjo una contracción de la masa monetaria ni del crédito; si bien hubo un impacto negativo sobre las carteras de los bancos, una depreciación mayor podría haber puesto a los bancos en una situación peor” (Timothy 1999: 46). En cuanto a la política fiscal adoptada por los países de la región ésta había sido sólida antes del estallido de la crisis, registrándose superávit por varios años; después, como consecuencia de la crisis se llevaron a cabo ajustes fiscales los cuales tuvieron como fin aliviar la carga del ajuste en el sector privado e incluir los costos previstos de la reestructuración financiera. Durante la década de los noventa, Asia paso de ser la región con más alto crecimiento económico a la de menor crecimiento.

Para ello creó un paquete de salvamento por 36 000 millones de dólares de sus propios recursos, más 77 000 millones de otras fuentes multilaterales y bilaterales (ver cuadro 7), a fin de atender a Tailandia, Corea del Sur e Indonesia (Mántey, 1999:147). Este paquete lo podemos dividir de la siguiente manera:

- a) Se presenta un plan de salvamento para Filipinas por 16 000 millones de dólares por parte del FMI, Japón y otros países.
- b) Plan de salvamento para Tailandia del FMI por un monto de 17 200 millones de dólares.
- c) Se ayuda a Indonesia con un monto de 33 000 millones de dólares a cargo del FMI, Banco Mundial y el Banco Asiático de desarrollo. Posteriormente recibe ayuda del FMI por un monto de 43 000 millones de dólares.
- d) Se crean dos planes de ayuda para Corea por parte del FMI, el primero por un monto de 20 000 millones de dólares y el segundo de 57 000.
- e) Hong Kong recibe un préstamo de 4 100 millones de dólares.

Cuadro 7
Compromisos de asistencia de la comunidad internacional y desembolsos del FMI
Miles de millones de dólares

	Compromisos				Desembolsos del FMI
	FMI	Multilaterales ¹	Bilaterales	Total	
Corea	20.9	14	23.3	58.2	17
Indonesia	11.2	10	21.1	42.3	5
Tailandia	4	2.7	10.5	17.2	2.8
Total	36.1	26.7	54.9	117.7	24.8

¹ Banco Mundial y Banco Asiático de Desarrollo

² Las contribuciones para Corea e Indonesia constituirían una segunda línea de defensa contingente

Fuente: Fondo Monetario Internacional Informe Anual 1998, p. 26

El sistema financiero internacional fue puesto en jaque a partir de la crisis cambiaria de Asia, esto se refleja en la inestabilidad de Alemania, Estados Unidos y Japón afecta considerablemente a los países subdesarrollados; por lo que es necesario que asuman un papel que logre crear un entorno económico y financiero estable. Pero también es necesario que los países de mercados emergentes realicen reformas estructurales antes y no después de que se generen los problemas.

Algunas recomendaciones que se pueden dar a partir de los fenómenos descritos son: frenar la fuga de capitales y aquellos que salieron tratar de regresarlos; pero es muy difícil que las medidas de política económica logren el restablecimiento del sistema financiero, así como poco probable que la inyección de nuevos capitales externos resulte eficaz para conjurar una crisis financiera. Se dice que una política monetaria restrictiva sirve para frenar la fuga de capitales, dado que el incremento de las tasas de interés indica a los tenedores de capitales especulativos que no pueden esperar al mismo tiempo convertir sus activos líquidos en moneda extranjera y mantener el control de los activos internos que se financiaron con estos fondos.

Para que los países en crisis tengan éxito económico, es necesario restablecer la afluencia neta de capital privado:

- a) La acumulación de deudas a corto plazo antes de la crisis, obedeció al riesgo cada vez mayor que se percibía en los países en crisis, por lo cual el nuevo financiamiento se otorgó, en general, con vencimientos más cortos.

- b) Para volver a dar confianza a los inversionistas es necesario introducir mejoras estructurales para lograr eficiencia en los mercados de capitales de los países sujetos a crisis

Es decir, con lo que se busca es disminuir el riesgo de volatilidad y sus consecuencias que hemos analizado a lo largo de este capítulo.

Algunas conclusiones, como consecuencia de la crisis asiática son:

- a) Hubo señales que alertaban de una posible crisis en Tailandia, pero se ocultó la información.
- b) Como no se reconoció la importancia de la integración regional, no se consideró el efecto domino de la crisis
- c) Existieron errores de política económica que exacerbaron el desorden financiero y económico
- d) Se consideró al tipo de cambio fijo o vinculado la causante de la precipitación de la crisis cambiaria.
- e) A sí mismo se sobrestimó el efecto catalizador de los flujos de capital externo como causante de la crisis, así como el riesgo moral y por otro lado se ha subestimado la importancia de la fuga de capitales de los países en crisis
- f) Para evitar la salida de capitales se adoptó una política monetaria firme lo que resultó contraproducente.
- g) Existieron divergencias entre los problemas económico-financieros de un país a otro
- h) La solución a la crisis debió basarse en el financiamiento privado, por lo que se tenía que buscar el restablecimiento de la confianza de los inversionistas, y no dejar que el equilibrio del mercado de capital recayera en el sector público
- i) En el sistema financiero internacional “no existe una delimitación clara de la responsabilidad en materia de liquidez y solvencia en el contexto mundial en que predomina cada vez más el financiamiento transnacional titulizado, por lo que la tarea de lograr la estabilización instantánea asignada al FMI es una misión imposible” (Lipsky, 1998: 11)
- j) Lo importante sigue siendo los parámetros fundamentales de la economía. La adopción de políticas económicas adecuadas genera resultados satisfactorios, y una clara

distribución de los riesgos en los sistemas financieros basados en el mercado ayuda a evitar crisis.

Por lo anterior, podemos enmarcar las causas de la crisis asiática en factores comunes y factores específicos:

a) Factores comunes.

- **Sobreinversión.** Ocasiónó excesos de inventarios y problemas de rentabilidad. En 1990-1995, las tasas medias de inversión eran de 40% en Tailandia, Malasia y superaron el 35% en Indonesia, Singapur y Corea del Sur.
- **Liberalización financiera.** Se dio en forma imprudente y discriminada la cual no contó con una adecuada supervisión del gobierno.
- **Alto endeudamiento externo,** por parte del sector privado contraído principalmente en dólares a corto plazo y a cargo del sector privado. El servicio de la deuda externa en relación con las exportaciones de bienes y servicios en 1995 fue de 30.5% en Indonesia, 16% en Filipinas, 10.2% en Tailandia y 7.8% en Malasia. En 1997 la deuda externa total con respecto al PIB fue de 218% en Indonesia, 75% en Filipinas, 74% en Tailandia, 62% en Malasia y 51% en Corea.
- **Especulación de los mercados internacionales.** Esta se debió al excedente de liquidez de otros mercados como el europeo y el japonés, los cuales buscaron mercados rentables como los llamados mercado emergentes y en especial los del sudeste de Asia. Los flujos privados netos se incrementaron en las economías del sudeste de Asia. En 1997 se produjo un ataque especulativo de los mercados financieros internacionales contra las monedas y bolsas de Asia, esto ocasionó entre agosto de 1997 y agosto de 1998 que las bolsas cayeron 85% en Yakarta, 70% en Bangkok, Kuala Lumpur y Manila, 60% en Hong Kong, 50% en Singapur, 40% en Taipei y 30% en Tokio.

b) Factores específicos

- **Alto déficit en cuenta corriente.** Como ejemplo durante el periodo 1995-1996 se registró un crecimiento en Malasia y Tailandia de 8%, en Filipinas de 5% e Indonesia de 3%. Esto como consecuencia del exceso de inversión respecto al ahorro interno y por la pérdida de competitividad de las exportaciones.

- Apreciación de algunas monedas como en Indonesia, Malasia, Filipinas y Tailandia. Entre diciembre de 1990 y marzo de 1997, la apreciación en términos reales de la moneda de Filipinas fue de 47%, en Malasia fue del 28% y en Indonesia y Tailandia fue de 25%.
- La relación entre inversión en cartera y el total de flujos de capital externo en Corea era muy alto, por ejemplo en 1996 la relación fue de 54%, comparándolo con el 41% en Tailandia, 18% en Indonesia y 7% en Singapur.

La crisis asiática con características heterogéneas ha puesto en evidencia a la teoría económica vigente, es por ello que se debe buscar un modelo alternativo. Se deben tomar medidas tanto nacionales como internacionales: control a los capitales, reformas financieras graduales, renegociación de la deuda externa, fortalecer la supervisión y desregulación financiera, replantear el papel de las instituciones internacionales como el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial y por último crear una nueva arquitectura financiera. Con ello podremos evitar o minimizar los efectos de las crisis financieras que han dañado tanto a los países subdesarrollados.

TERCERA PARTE

CONTRASTACIÓN MACROECONÓMICA Y POLÍTICAS DEL FMI

6. ANÁLISIS COMPARATIVO DE LAS CRISIS FINANCIERAS: MÉXICO Y EL SUDESTE DE ASÍA

El análisis comparativo expuesto a continuación permite esclarecer las condiciones que han dado origen a las crisis financieras más importantes en los mercados emergentes en los años noventa. Comprender que si bien las condiciones macroeconómicas ejercer un papel destacado en la reproducción de ciertos desequilibrios que desencadenan una crisis, existen también condiciones de carácter político estructural o si se quiere de naturaleza institucional que condicionan tanto su estallido como la posibilidad de los gobiernos de enfrentar las consecuencias políticas y sociales más destructivas. Cabe destacar que uno de los elementos comunes fue precisamente la liberalización financiera que permitió que los mercados locales fueran un espacio de ampliación en las colocaciones de toda una gama de inversionistas institucionales, concentrado en unos cuantos títulos nacionales públicos y privados y obteniendo elevados rendimientos. Cambios en las expectativas, o simplemente límites en el rendimiento alcanzado o incluso modificaciones en las expectativas en otros mercados llevan a estos inversionistas a una reconfiguración de sus carteras, abandonan los mercados nacionales y ocasionan precisamente las conmociones que conocemos como crisis financieras. Estos movimientos en la carteras de grandes inversionistas institucionales fueron documentados desde la crisis monetaria europea de principios de los años noventa, posteriormente fueron también descubiertos en 1994 en el cambio de posiciones en CETES por Tesobonos, instrumentos con cobertura cambiaria. Y finalmente fueron también los agentes que desencadenaron la crisis financiera en los países del sudeste de Asia. Muy poco se ha podido avanzar en el sentido de regular la exposición que estos inversionistas adquieren al invertir en los llamados mercados emergentes. Menos aún en el sentido que admitan sus pérdidas en lugar de obligar a los gobiernos a firmar acuerdos con el FMI y obtener nuevos créditos a cargo de los gobiernos para que estos inversionistas no reconozcan grandes pérdidas. Sin embargo, a raíz de la crisis financiera estadounidense en curso es posible constatar su retraimiento en valores de los mercados emergentes y una caída notable de los flujos de capital hacia estos países. El análisis comparativo que se

plantea a continuación permite esclarecer las características de las crisis financieras en los años noventa

6.1 *Similitudes y diferencias de la crisis asiática y mexicana*

Un ejercicio muy importante en el análisis de las crisis financieras es encontrar las características comunes y diferencias en ambas crisis y con ello hacer una evaluación correcta para poder tomar medidas pertinentes en las tomas de decisiones que las prevengan o minimicen sus efectos.

6.1.1 *Similitudes*

Las características comunes que se presentaron en ambas crisis fueron, en general

- a) Se vieron precedidas de i) liberalización financiera que no estuvo acompañada de una regulación y supervisión adecuada, ii) la política del tipo de cambio imperante en los países en estudio era: el fijo o semi fijo; y tenía como finalidad el control de la inflación y el estímulo al capital extranjero, iii) debido a esto, el tipo de cambio estaba apreciado, y iv) existía un exceso en el crédito bancario
- b) Ha existido una estrecha relación con la creciente globalización de la economía mundial, en especial a la movilidad de capitales

En forma más detallada el Fondo Monetario Internacional dentro de sus evaluaciones que hacen de la economía mundial detectaron varias características comunes como son:

- a) Sobrevaluación de tipo de cambio real. Ésta afecta la competitividad de las empresas exportadoras, lo que afecta el nivel de cuenta corriente; la sobrevaluación se debió a diversos factores:
 - Entrada de capitales que provocó alza en los precios (ver cuadro 8)
 - Un tipo de cambio predeterminado a la par de precios internacionales rígidos
 - Modificación en los precios relativos en los bienes no comerciales

CRISIS FINANCIERA GLOBAL MÉXICO Y EL SUDESTE DE ASIA
1994-2001

Cuadro 8
Mercados Emergentes: Flujos de Capital
(Miles de millones de dólares)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002 ³	2003 ³
TOTAL											
Flujos netos de capital privado	124.5	151.7	211.5	228.8	102.2	62.1	84.8	29.4	24.9	62.4	64.9
<i>Inversión privada directa</i>	56.6	80.6	98.2	114.4	141.7	153.6	164.0	158.0	172.1	151.3	160.9
<i>Inversión privada en portafolio</i>	81.7	113.0	42.7	90.2	46.7	-0.1	34.3	-4.3	-42.6	-3.0	-4.0
<i>Otros flujos de capital</i>	-13.9	-41.9	70.5	24.1	-86.2	-91.5	-113.4	-124.3	-104.6	-85.9	-91.9
Flujos oficiales	54.1	3.5	26.5	-2.3	68.3	69.9	12.2	0.2	15.4	20.6	18.2
ASIA¹											
Países en crisis²											
Flujos netos de capital privado	20.7	35.4	56.8	74.3	-5.6	-31.6	-13.9	-15.7	-16.2	-6.4	-3.9
<i>Inversión privada directa</i>	6.7	6.5	10.3	11.7	10.2	11.5	14.6	14.3	8.3	10.3	10.6
<i>Inversión privada en portafolio</i>	17.1	13.3	18.6	26.9	8.9	-9.0	11.8	7.0	3.2	5.1	1.5
<i>Otros flujos de capital</i>	-3.1	15.6	27.9	35.7	-24.7	-34.1	-40.4	-36.9	-27.7	-21.9	-16.0
Flujos oficiales	3.3	0.7	8.8	-4.7	13.7	17.0	-2.2	6.6	0.6	1.4	3.3
Otros Mercados Emergentes Asiáticos											
Flujos netos de capital privado	20.9	34.9	40.7	46.0	19.6	-15.4	15.2	0.2	35.4	15.9	9.5
<i>Inversión privada directa</i>	26.4	38.2	44.1	43.9	47.3	48.3	47.3	40.1	45.2	49.2	50.1
<i>Inversión privada en portafolio</i>	0.9	7.5	2.1	3.3	-2.1	-9.2	2.4	-2.6	-17.6	-4.3	-5.9
<i>Otros flujos de capital</i>	-6.3	-10.8	-5.4	-1.2	-25.6	-54.4	-34.6	-37.3	7.8	-29.1	-34.7
Flujos oficiales	8.2	2.5	-3.3	-7.3	-6.6	3.1	3.8	-2.1	-2.0	4.0	4.8
AMÉRICA LATINA											
Flujos netos de capital privado	37.3	47.1	43.5	64.9	69.3	72.7	49.7	48.6	22.8	10.3	26.5
<i>Inversión privada directa</i>	12.2	22.8	24.2	40.3	56.1	60.1	64.1	64.7	66.9	40.4	45.6
<i>Inversión privada en portafolio</i>	47.2	65.0	0.8	39.5	25.9	22.3	11.9	4.7	-2.2	1.0	7.6
<i>Otros flujos de capital</i>	-22.1	-40.7	18.5	-14.9	-12.7	-9.8	-26.3	-20.8	-41.9	-31.1	-26.7
Flujos oficiales	30.5	4.7	19.2	4.7	14.9	16.0	1.5	-3.5	21.1	15.8	14.6
MEDIO ESTE, MALAYA Y TURQUÍA											
Flujos netos de capital privado	25.1	15.1	11.1	14.6	19.4	8.1	3.7	-16.2	-10.8	0.2	-9.4
<i>Inversión privada directa</i>	3.3	5.3	7.4	8.3	7.3	7.9	5.0	9.0	8.6	10.5	11.5
<i>Inversión privada en portafolio</i>	6.9	8.1	3.0	2.7	1.7	-11.4	-4.2	-2.1	-2.5	0.6	-6.6
<i>Otros flujos de capital</i>	14.9	1.7	0.8	3.5	10.4	11.6	2.9	-23.1	-16.9	-10.9	-14.4
Flujos oficiales	5.6	2.3	3.2	4.7	2.0	8.5	5.0	-5.3	-3.3	0.4	4.7
PAÍSES EN TRANSICIÓN											
Flujos netos de capital privado	17.4	4.3	48.4	22.6	1.3	14.6	13.0	10.0	26.8	31.2	31.1
<i>Inversión privada directa</i>	6.0	5.3	13.1	12.3	15.5	209.0	23.9	23.4	25.1	31.5	34.7
<i>Inversión privada en portafolio</i>	8.7	16.1	14.6	13.3	7.5	5.0	2.9	2.6	4.2	6.1	6.0
<i>Otros flujos de capital</i>	2.7	-17.1	20.7	-3.0	-251.6	-11.3	-13.8	-16.0	-2.5	-6.4	-9.6
Flujos oficiales	2.1	-11.2	-5.8	2.3	25.3	21.4	3.6	-3.6	-7.9	-3.6	-4.8
ÁFRICA											
Flujos netos de capital privado	3.2	14.4	12.7	11.9	9.4	11.6	15.1	6.1	6.9	8.8	8.9
<i>Inversión privada directa</i>	2.2	3.0	1.9	3.6	7.8	6.4	9.3	7.7	22.3	11.8	10.1
<i>Inversión privada en portafolio</i>	0.9	3.6	2.5	2.8	7.0	3.7	8.2	-2.2	-9.0	-1.0	-1.3
<i>Otros flujos de capital</i>	0.0	7.8	8.3	5.5	-5.4	1.5	-2.5	0.6	-6.4	-2.0	0.1
Flujos oficiales	4.5	3.2	4.1	-3.6	2.0	3.3	0.7	1.7	1.3	1.0	0.4

¹ Corea Singapur Taiwan

² Indonesia, Corea Malasia Filipinas y Tailandia

³ Pronóstico

Fuente: Fondo Monetario Internacional International Capital Markets septiembre 2002

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

b) Incremento en el déficit en cuenta corriente. Este se financió por la entrada de capitales a corto plazo. Este fue producto de la sobrevaluación, el incremento en el consumo y la inversión en relación con el ahorro interno

c) Expansión crediticia La cual se debe a:

- El tipo de cambio predeterminado mantiene la inflación y los costos crediticios.
- Manifestación de riesgo moral
- Entradas de capital no esterilizadas intermediadas por los bancos
- Liberalización financiera.

d) Incremento excesivo en los pasivos bancarios denominados en dólares en relación con el PIB, "sin incrementos simultáneos en el capital y las provisiones de los bancos para cubrir el riesgo correspondiente. Si los pasivos se invierten en activos líquidos cuyo crecimiento va más allá de lo que las reservas internacionales, pueden sostener, aparece el riesgo de un ataque especulativo, sobre todo en una situación de sobreinversión. Este aumento en los pasivos puede deberse a la convicción de que se mantendrá un régimen de tipo de cambio fijo, en el cual el costo de capital en dólares sería menor que una moneda nacional.

e) Incremento de los préstamos en dólares Las compañías no contaban con la capacidad correspondiente para generar ingresos en esa moneda, debido a un mal manejo crediticio de los bancos y mercado internacionales" (Armendáriz, 1999: 132)

f) Riesgo de tasas. Los bancos prestaron a largo plazo y se fondearon a corto plazo debido al incremento de la tasa de interés. Con lo que se favorece los ingresos de los bancos en situación de tasas bajas, pero en caso contrario ocasiona perturbaciones económicas

g) Bancos vulnerables Con lo anterior podemos afirmar que existió fragilidad en el sistema bancario, las corridas bancarias ocasionaron el riesgo de quiebra bancaria.

Esto, como lo mencionamos anteriormente, es resultado de la poca eficacia y manejo por parte de cada uno de los países en crisis de su la política económica, del papel que juega el capital especulativo y del crecimiento económico que presentan los países el cual no está respaldado a largo plazo en forma productiva, sin dejar de lado el papel que tiene las grandes potencias como Estados Unidos y Japón

Si consideramos el caso de la crisis en México y Tailandia encontramos interesantes similitudes como: Se llevaron a cabo reformas económicas y financieros con el objetivo de liberalizar los mercados; el objetivo de los bancos centrales fue el de estabilizar los precios

y fijar el tipo de cambio; ambos países presentaban desequilibrios en los componentes de la balanza de pagos ocasionada por la pérdida de competitividad internacional por efectos de la subvaluación del tipo de cambio; aunado a este punto, el nivel de reservas era cada vez menor; por lo que el nivel del ingreso y del servicio de la deuda externa se incrementó; la política monetaria restrictiva trato de contener la fuga de capitales; ocurrió una fuerte deflación de los activos financieros; se suscitó una crisis bancaria y los fenómenos antes citados causaron una carga fiscal muy alta

6.1.2 Diferencias

Las diferencias que se presentaron en ambas crisis fueron:

En particular se contaba en México con una política monetaria que no era restrictiva, no existía problemas de déficit presupuestarios, existía inestabilidad política, moneda apreciada y un alto déficit en cuenta corriente. Para el caso de Asia la política monetaria era cautelosa, dado que no existía problemas inflacionario ni déficit públicos. En el periodo de 1996-1997 no existían altas tasas de interés internacionales (como en el caso de México). Las monedas estaban vinculadas al dólar, la liberalización fue prematura y los ataques especulativos fueron graves y duraderos. Los niveles de inflación eran más altos en México que en Asia, cuestión que presionaba más al tipo de cambio.

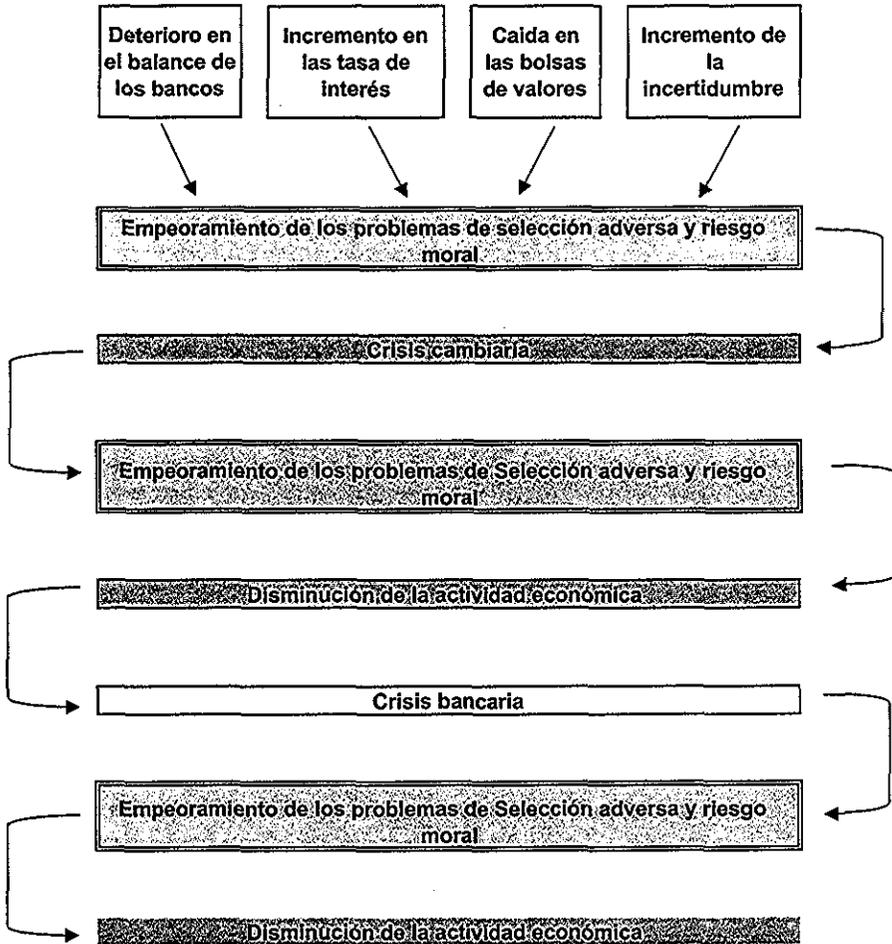
“Una de las diferencias más importantes es que el déficit corriente se debió en México antes de finales de 1994 a la caída de la tasa de ahorro privado (esto es, un exceso de consumo) y en Asia en 1995-1997 a un aumento excesivo de la tasa de inversión privada (esto es, a una sobreproducción)” (Bustelo, 1999:9). La crisis en México estuvo precedida por un proceso de sobreconsumo, mientras que las asiáticas lo estuvieron por un proceso de sobreinversión. En los países asiáticos se contaba con niveles altos en sus reservas internacionales, situación que prevenía de los ataques especulativos, otro factor fue que la caída del mercado bursátil fue anterior al estallido de la crisis, a diferencia de México, donde la disminución del precio de los activos fue simultáneamente a la del tipo de cambio.

Desde el punto de vista teórico y habiendo analizado los modelos de primera y segunda generación se puede concluir que en México al existir una disminución en las reservas internacionales, un incremento en los niveles de inflación se supondría una sobrevaluación de la moneda, por lo que la suposición de que el Banco de México estuvo incrementando el

crédito fortalece la hipótesis del típico ataque especulativo. Pero este modelo de ataque especulativo no es aplicable a Asia, para ello se recurre a que la incertidumbre es generada por los agentes privados.

En general, existen características comunes en ambas crisis, es decir han presentado un patrón y el cual lo podemos observar en el esquema 2, pero no con ello estamos afirmando que siguieron los mismos caminos para llegar al estallido de la crisis.

Esquema 2
Secuencia de los eventos en la crisis financiera asiática y mexicana



□ Factores que causaron la crisis financiera

▨ Consecuencias de cambios en los factores

Fuente: Mishkin Frederic. The economic of money banking and financial markets Estados Unidos Addison Wesley 2001 p 206

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

CRISIS FINANCIERA GLOBAL MÉXICO Y EL SUDESTE DE ASIA
1994-2001

7. EL PAPEL DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

El objetivo de este capítulo es analizar las críticas que se vierten al FMI a partir de sus intervenciones en las crisis financieras. A pesar de los señalados fracasos para estabilizar las economías y el hecho de que las políticas que condiciona a los países profundizan y alargan las crisis, el FMI ha continuado ejerciendo un poder sin límite sobre las economías endeudadas. Más aún, como resultado de las convenciones acordadas en torno a una reforma a la arquitectura financiera internacional, el FMI ha venido delineando las reformas a los sistemas financieros, constituyéndose en un supervisor asiduo de la operación de estos. En este capítulo se busca también analizar varias de las más significativas propuestas para reformar el sistema financiero internacional. Se trata de establecer además cuál es el sentido que estas reformas pueden tener con el objetivo de estabilizar las relaciones de intercambio y de inversión entre los diferentes países, haciendo posible que el comercio amplíe las capacidades productivas y el empleo.

7.1 Críticas al FMI ante la presencia de crisis

El FMI fue creado para administrar el sistema de tipos de cambio fijos establecido a finales de 1945 y debe facilitar las transacciones internacionales contribuyendo a alcanzar altos niveles de empleo y prosperidad, fomentar la estabilidad de los tipos de cambio, y ayudar a corregir los desequilibrios que se presenten en los componentes de la balanza de pagos, todo alrededor de un régimen monetario internacional basado en un patrón oro-dólar. A su vez, el FMI es una institución de cooperación para la supervisión multilateral, debe prestar asesoramiento y asistencia a países (desarrollados o subdesarrollados) que tiene una variedad de problemas. Centra su atención en la evolución de las políticas monetarias, fiscales, apertura de los mercados, y así lograr la estabilidad económica y el crecimiento. Ha puesto interés en el desenvolvimiento del sistema financiero, en la asignación eficiente del gasto público y sectores de la salud y educación. Estimula la desregulación y la eliminación de los monopolios, a fin de crear una mayor igualdad de condiciones para el desarrollo de la actividad del sector público. A partir de la ruptura de Bretton Woods a finales de los setenta sus funciones originales cambiaron adaptándose a las nuevas necesidades internacionales que presentaban falta de reglas claras, es por ello que el papel del fondo se basó en el financiamiento del déficit externo por medio de los flujos de capital

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

privado y de un sistema de tipo de cambio flotante. Durante la década de los ochenta, se presentó la crisis de deuda, por lo que el FMI actuó como intermediario entre los países deudores y los acreedores, en el marco del Plan Brady (donde se otorgó préstamos para la compra de las garantías para sustituir los créditos sindicados²⁵ por bonos) favoreciendo a los intereses de los prestamistas. En los años de los noventa el FMI ha analizado todos los aspectos o problemas más importantes de la economía mundial internacional, adoptando medidas para encontrar soluciones a la crisis de México, Asia, Rusia, la deuda de los países más pobres, la supervisión financiera internacional, los problemas de la economía japonesa. Después de la crisis de México en 1995, el FMI ha puesto énfasis en la supervisión financiera, al advertir posibles problemas contribuyendo a evitar escenarios de crisis.

El FMI había advertido a Tailandia de algunos problemas que se presentaban principalmente en el sistema financiero, pero no se hizo nada al respecto; pero el FMI no pudo prever el efecto dominó de la crisis, algunos de éstos se debieron a un comportamiento racional de los mercados. En países como Corea, Indonesia y Tailandia "se produjo una pérdida de inversionistas extranjeros y una fuerte depreciación de la moneda. En cada uno de ellos, las deficiencias del sistema financiero, el excesivo volumen de préstamos externos sin cobertura obtenido por el sector privado y la falta de transparencia de las relaciones entre el gobierno, las empresas y los bancos contribuyeron a la crisis y dificultaron su resolución" (Fisher, 1998: 4).

Los programas diseñados por el FMI para éstos países es el reflejo entre las similitudes y diferencias existentes en ellos. Estos programas recomiendan un aumento sustancial de las tasas de interés para tratar de frenar la espiral descendente de depreciaciones de las monedas. Se recomienda el saneamiento del sistema financiero por medio de reglamentos y supervisión del sector financiero, incrementado la transparencia y abriendo los mercados asiáticos a los inversionistas extranjeros.

²⁵ Los préstamos sindicados se dan cuando una persona presta para que otra liquide su deuda.

Se afirma que los planes de reformas estructural del FMI debieron abocarse sólo a cuestiones macroeconómicas, dado que estas reformas son de mediano y largo plazo; aunque los problemas en el interior de los países son de carácter estructural, ejemplo de ello son la ineficiencia en el sistema financiera y empresaria, así como en el sector gubernamental –supervisión-.

Es importante poder minimizar los efectos de una crisis, es por ello que se debe actuar ante el desajuste de la variables macroeconómicas, cosa que el FMI no hizo, por ejemplo si el FMI se hubiera percatado de la rapidez con que estaban disminuyendo las reservas internacionales de Tailandia –y posteriormente, en Corea- se habrían podido efectuar antes los respectivos ajustes de política económica. “El FMI ha demandado a los países asiáticos reformas para resolver la crisis Su propósito declarado ha sido transformar el sistema financiero asiático de acuerdo con los estándares occidentales, pero se pasan por alto las diferencias estructurales de esas economías y la experiencia exitosa de su política financiera en el pasado”. (Mántey,1999:148)

El FMI ha adquirido funciones que no le corresponden, y aparte las realiza de manera ineficiente, no cuenta con la liquidez suficiente para hacer frente a las crisis recurrentes que se han presentado en los últimos años.

Una de las críticas que se le hace al FMI es la imposición de políticas a las naciones subdesarrolladas que jamás adoptarían los países industrializados dado que el FMI está dominado por éstos y por tanto el resto de los países no tienen una legítima representatividad, es por ello que, al excluirse a estos países de las tomas de decisiones de política económica, se tienen escenarios de desequilibrio económico por ejemplo las crisis financieras

Para lo cual se ha propuesto una reforma del sistema monetario y financiero internacional que permitan una mayor estabilidad y una mejor disciplina cambiaria en una perspectiva de largo plazo.

7.2. Propuestas de Reforma del Sistema Financiero Internacional

A partir de las crisis que se presentaron en México (1994-95), Asia (1997), y sus efectos en otros mercados emergentes, Rusia (1998) y Brasil (1999), las cuales han tenido como característica general, la capacidad de propagarse con fuerza a diversos países del mundo;

los gobiernos de las economías más importantes del mundo (G-7)²⁶, han llegado a la conclusión de llevar a cabo una profunda transformación del arquitectura del sistema financiero internacional el cual ha estado vigente desde el fin de la Segunda Guerra Mundial²⁷, en vista de que “el actual esquema ya no cuenta con los elementos suficientes ni adecuados para mantener un sistema financiero internacional sólido y estable, que permita prevenir desajustes financieros y evitar la transmisión global de crisis más severas” (Werner, 1999: 4).

El G-22²⁸ identificó tres áreas de acción en torno a la conformación de una nueva arquitectura del sistema financiero internacional²⁹:

- a) Transparencia y calidad de la información económica El objetivo de esta área es evaluar la transparencia y calidad de la información que se intercambian entre los sectores productivos y los organismos financieros, dado que entre mayor cantidad y calidad de la información tengamos las decisiones de inversión serán mejor Para ello es necesario que las autoridades nacionales de a conocer la información precisa y oportunamente sobre sus posiciones de liquidez en moneda extranjera y que establezcan la periodicidad con la que se da a conocer el monto de sus reservas internacionales. Se sugiere que para adoptar estas medidas es necesario fortalecer los Estándares de Disseminación de Información (SDDS) del FMI, éstos deben incorporar cinco elementos:
- Periodicidad y oportunidad La información deberá cumplir con los estándares contables internacionales.
 - Integridad Los estados financieros deben tomar en cuenta las transacciones relevantes de la institución.
 - Consistencia En el momento de la aplicación de las políticas y metodología contables éstas deben ser coherentes en el tiempo.
 - Administración de riesgo El público debe conocer las estrategias que se implementen para administrar el riesgo.
 - Auditorías y procesos de control. Las empresas privadas deben contar con un proceso de control interno eficiente y periódicamente los estados financieros deben ser

²⁶ El G-7 está integrado por Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Inglaterra, Italia y Japón

²⁷ Cfr Correa, Eugenia “El ciclo de auge y crisis financieras: hacia una nueva regulación monetaria y financiera” en Kaplan, Marcos e Irma Manrique *Regulación de flujos financieros internacionales* México, UNAM-IIEc, 2000, 338 p

²⁸ Integrado por los países subdesarrollados de Africa, Asia y América Latina

²⁹ Cfr Chapoy Alma “El sistema monetario internacional” México, Miguel Ángel Porrúa, 2001

revisados por auditores independientes, para ello se sugiere tomar como referencia el modelo las estadísticas bancarias internacionales del Banco Internacional de Pagos (BIP). Se pide a su vez al sector público el manejo de la información eficiente y oportuna sobre el resultado de las variables macroeconómicas. Se recalcó en el manejo de la información confidencial, por lo que se deben de fijar los criterios para el uso de ésta.

b) Fortalecimiento de los sistemas financieros nacionales. Una de las características de los países que han tenido turbulencias financieras es que contaban con un sistema financiero débil, por lo que es conveniente adoptar “un intensivo proceso para identificar los elementos vulnerables de éstos sistemas, así como las reformas necesarias para corregir sus debilidades” (Werner, 1999: 7) Por lo que se recomienda que:

- Establecer las bases para realizar prácticas bancarias adecuadas
- Adoptar políticas que incentiven prácticas de gobernabilidad corporativa (estrategias prudentes de negocios, monitoreo de riesgo financiero y comerciales de las empresas)
- Aplicar medidas de control interno, aplicables a la liquidez de diversos sectores.
- Eliminar la contratación de préstamos de corto plazo en vista de que incrementan la vulnerabilidad de la economía en caso que la relación dentro de la deuda total se grande.
- Implementar la regulación prudencial, la supervisión de la deuda de corto plazo del sistema bancario.

Se requiere establecer foros de discusión para analizar los avances de las reformas, intercambiar las experiencias dentro de la cada uno de los países

c) Prevención y resolución de crisis financieras. Con respecto a este punto, el G-22 sugiere que para prevenir las crisis financieras es necesario evitar el sobreendeudamiento público, manejo prudencial de la deuda interna y controlar los niveles de déficit presupuestal. Enfatiza en la utilización de un seguro ante la volatilidad de los mercados financieros, el cual consistiría en “la acumulación de reservas internacionales que permitan cubrir temporalmente las necesidades de financiamiento durante periodos de volatilidad” (Werner, 1999: 7) Otro punto de prevención es el desarrollo y uso de técnicas financieras innovadoras.

Pero en el momento en que se presentan las crisis financieras es necesario implementar medidas para su solución como:

- Establecimiento de redes adecuadas de protección social (protección del gasto social)
- Se deben implementar un método estructurado de intervención al sector bancario para que la respuesta de los supervisores sea eficiente, para ello es necesario la introducción de un seguro de depósito, reduciendo el riesgo moral y la selección adversa.
- Se debe fortalecer los regímenes de insolvencia y la relación entre deudores y acreedores, a través de los cuales los prestamos se deben a realizar a menores tasa de interés y de riesgo facilitando su diversificación
- Se debe promover la coordinación entre acreedores por medio de la inclusión de cláusulas de representación colectiva y cláusulas de acción mayoritaria, por medio de esto se permitirá la reestructuración de la deuda sea más rápido y ordenada.

Todas estas se deben de implementar en forma general, particularmente en los países desarrollados, a su vez es necesario que el FMI cuente con los recursos suficientes para restaurar la confianza de los mercados emergentes. Por último debemos reconocer que con al actual sistema financiero internacional no es capaz de enfrentar los riesgos de manera eficiente. Lo que debemos de tener en cuenta es el saber manejar la época de auge y no tanto el de la crisis, dado que éstas se presentan cuando en momento de auge existe un mal manejo de él. Las medidas planeadas anteriormente son deben aplicarse en forma coordinada entre todos los agentes económicos debido a que se busca el fortalecimiento del sistema financiero, pero no quiere decir que se adopten estas medidas en forma puntual, podrán tener sus diferencias dependiendo de las condiciones particulares de cada país

7.3 Objetivos para una Reforma al Sistema Financiero Internacional

La reforma al sistema monetario y financiero internacional es impulsada en los momentos en que ocurre algún tipo de crisis. Esto se ha visto reflejado después de las crisis de los mecanismos del tipo de cambio europeo y continuó con la crisis mexicana de 1994, la crisis de Asia, de Rusia, de los fondos de cobertura de capital a largo plazo y de la economía brasileña

Los objetivos originales del sistema financiero internacional son:

- a) Fomentar la eficiencia en el comercio de bienes y activos
- b) Consolidar la estabilidad del sistema
- c) Lograr una distribución del ingreso y la riqueza que sea equitativa y socialmente aceptable

Las cuestiones fundamentales que trata de resolver el sistema financiero son:

- a) ¿Cómo repartir las cargas del ajuste?
- b) ¿Cuál es el ritmo óptimo del financiamiento?
- c) ¿Con qué ancla debe contar el sistema monetario internacional?

Pero a estos cuestionamientos y objetivos hay que agregar la importancia de la revolución tecnológica y los sistemas de información, los cuales sustentado y estimulado la integración de los mercados financieros, la movilidad de capital y liberalización financiera interna e internacional con lo que los mercados de bienes, servicios y activos se han unificado más y existe una mayor participación en los mercados mundializados de las economías subdesarrolladas. Los flujos de capital privado juegan un papel preponderante en el financiamiento de los desequilibrios en cuenta corriente de los países desarrollados u subdesarrollados.

La inestabilidad financiera se ha manifestado de diversas formas:

- a) La inestabilidad a corto y mediano plazo de los tipos de cambio de las monedas más importantes
- b) La inestabilidad de los flujos de capital hacia los mercados emergentes.

Es decir, el tipo de cambio y los flujos de capital son dos variables macroeconómicas que se deben manejar en forma cuidadosa, dado que son factores de alta inestabilidad económica.

La estabilidad plantea una serie de reformas como:

- a) La evolución del régimen cambiario de los países desarrollados y subdesarrollados
“Tomando en cuenta el alto grado de movilidad de los flujos de capital, los países se aproximarán a los extremos de la gama que va de la flotación pura a la vinculación

rígida” (Swoboda, septiembre 1999: 3), y donde podemos tomarlos ejemplos de la caja de conversión y la dolarización

- b) “Una mejor comprensión de las causas de las sucesivas fases de auge y caída de los flujos de capital hacia las economías con mercados emergentes es esencial para la prevención de las crisis”. (Swoboda, septiembre 1999: 3)
- c) Para contrarrestar la inestabilidad financiera se ha propuesto:
 - a) Dejar que los mercados impongan disciplina tanto sobre la política económica nacional y los agentes privados
 - b) Regular las transacciones de cuenta de capital
 - c) Adoptar normas, códigos de conducta y transparencia que se establezcan prácticas óptimas en la contabilidad y la supervisión bancaria.
 - d) Es necesario encontrar la necesidad de un ajuste más suave en la cuenta corriente y repartir la carga entre los sectores privado y público.

Se ha propuesto el implementar nuevos sistemas de tipo de cambio dado que éstos han sido más inestables en presencia de regímenes de tipo de cambio fijo. Por lo que para alcanzar cierta estabilidad se ha propuesto:

- a) Zonas Metas. Llamadas también zona objetivo o de referencia para los tipos de cambio; éstas consisten en “un sistema intermedio entre el régimen de tipos de cambio fijos y el de tipos de cambio flexibles” (Chapoy, 2001^a:102). Su función será evitar los desequilibrios en los tipos de cambio y no fijarlos con rigidez, donde los gobiernos impondrán una banda de flotación amplia (que tendrá como característica la elasticidad) y a partir de esto se aplicarán las políticas económicas y monetaria (flexible y autónoma) que permitan mantener este escenario pero que estén de acuerdo con la realidad económica. Se ha sugerido este sistema para el *dólar*, el *euro* y el *yen* para poder tener un equilibrio similar bajo los acuerdos de *Bretton Woods*
- b) Uniones monetarias. Esta tiene como característica “el acuerdo entre un grupo de países de fijar irrevocablemente sus tipos de cambio a otro (tienen la opción de tener una moneda común) y permitir la completa integración de sus mercados financiero y bancario” (Chapoy, 2001^a:108). Algunas características de este sistema son que debe existir una coordinación internacional que minimicen la inestabilidad de los mercados de capital y generar las condiciones para incentivar la prosperidad internacional. La base de esta unión será constituido por las tres divisas principales (*dólar*, *euro* y *yen*) Estos

países deben tener una disciplina en sus políticas fiscal y monetaria que logren hacer eficientes a los mercados cambiarios para las monedas de reserva.

Como podemos leer, se hace mucho énfasis al control de capital, y en la actualidad existe una controversia en su aplicación, pero cuando están dada las condiciones económicas como son un crecimiento económico sostenido el cual está acompañado de un desarrollo, el imponer un impuesto cuando se presente una volatilidad de los capitales no necesariamente perjudicaría al país receptor de capital, sino debido a la confianza que se tiene por la estabilidad económica, los capitales saldrían mínimamente.

Por otra parte, es necesario el lograr tener una estructura financiera sólida que permita dar confianza a los inversionistas internos y externos, para ello es necesario dotar con información completa a los agentes económicos de la situación que atraviesa el país así como sus instituciones como las casas de bolsa, bancos, y otras instituciones e intermediarios financieros.

8. CONCLUSIONES

Las crisis financieras mexicana y asiática corresponden a procesos de desregulación y liberalización iniciados desde varios lustros atrás, acompañados de transformaciones en las estructuras productivas y en el comercio internacional que están mostrando límites. Las lecciones que nos dejan las crisis financieras por un lado son con relación a la incompatibilidad del modelo económico vigente impuesto en las economías subdesarrolladas cuyos resultados son cada vez más estrepitosos: los costos sociales y económicos de las estrategias ortodoxas de ajuste destinadas a recuperar la confianza de los mercados y sus negativas repercusiones en el orden político. El *Informe sobre Desarrollo Humano 2001* de las Naciones Unidas ejemplifica lo anterior: “De los 4600 millones de habitantes de los países en desarrollo, más de 850 millones son analfabetos, casi 1.000 millones carecen de acceso a fuentes de agua mejoradas, y 2400 millones no tienen acceso a servicios sanitarios básicos. Cerca de 325 millones de niños y niñas no asisten a la escuela. Además, 11 millones de niños menores de 5 años mueren cada año, es decir, más de 30000 niños cada día, por causas que podrían evitarse. Alrededor de 1200 millones de personas viven con menos de 1 dólar al día y 2800 millones con menos de 2 dólares al día. En los países miembros de la OCDE más de 130 millones de personas padecen pobreza de ingreso, 34 millones se encuentran desempleados y la tasa media de analfabetismo funcional de adultos alcanza el 15%. Un estudio de 77 países en los que se concentra el 82% de la población mundial indica que entre los decenios de 1950 y 1990 la desigualdad aumentó en 45 de ellos y disminuyó en 16 países. Los países de América Latina y el Caribe se sitúan entre los de mayor desigualdad de ingreso. En 13 de los 20 países con datos correspondientes al decenio de 1990 el 10% más pobre tiene menos del 5% del ingreso del 10% más rico. Este elevado nivel de desigualdad de ingreso coloca a millones de personas en la pobreza extrema y limita gravemente el efecto del crecimiento equitativo en la pobreza. Los países de Asia oriental y el Pacífico no muestran una pauta clara, y van desde Corea y Vietnam, que presentan bastante igualdad, hasta Malasia y Filipinas, con mucha más desigualdad”

A escala mundial el estudio arroja los siguientes resultados

“La desigualdad es muy elevada. En 1993 el 10% más pobre del mundo tenía sólo un 1,6% del ingreso del 10% más rico. El 1% más rico de la población mundial recibió tanto ingreso

como el 57% más pobre. El 10% más rico de la población de los Estados Unidos (unos 25 millones de personas) tuvieron un ingreso combinado superior al del 43% más pobre de la población mundial (unos 2 000 millones de personas). Alrededor del 25% de la población del mundo recibió el 75% del ingreso mundial (PPA en dólares EE.UU.)”

La experiencia revela que cuando las reglas financieras generan tensiones sociales y políticas insostenibles, se las cambia. Así sucedió en la crisis de los años treinta, cuando el patrón oro se desplomó por efecto de la recesión y el desempleo. Esto, probablemente, vuelva a suceder. Pero si así fuera, el eventual cambio de las reglas del juego dependerá, en primer lugar, de la decisión política y los intereses de los principales países desarrollados. Aunque la globalización financiera considera que existen ventajas en el libre mercado, los esquemas de flujos financieros no emergen espontáneamente, sino como un resultado de las acciones premeditadas de los grandes conglomerados financieros, quienes para lograr sus objetivos se apoyan en la cooperación de los gobiernos y de los organismos financieros internacionales. La esencia del funcionamiento de la globalización consiste en una canalización de recursos económicos en favor del sector financiero de tal manera que él que recibe las consecuencias de los resultados es el sector real de la economía. Los grandes agentes perciben a las crisis económicas y financieras como una oportunidad para convertir la deuda privada en pública, por lo que la reproducción del sector financiero temporalmente queda institucionalizada y las garantías del retorno del capital invertido e intereses se fortalecen por lo que visualizan a las crisis no como una catástrofe totalmente inesperada, sino como “*un mal que por bien no venga*”

Desde el punto de vista teórico “lo que esperamos de la ciencia económica es la posibilidad de anticipar y evitar las crisis, de prolongar los auges y distribuir sus beneficios de manera equitativa entre los miembros de la comunidad” (Noriega: 2001: 19). Para ello considero que se deben fortalecer los modelos que ayuden al análisis de las crisis financieras – modelos de Tercera generación- los cuales, a diferencia de los anteriores, deben tener en cuenta los desequilibrios no convencionales -sobreinversión o el endeudamiento a corto plazo en el sector privado- así como nuevos indicadores de predicción. Se deben formular una teoría económica alternativa a la vigente, dada que ésta ha mostrado su ineficiencia, para ello es necesario fortalecer las economías subdesarrolladas desde el punto de vista económico e institucional. Retomando las conclusiones del *Primer Congreso Latinoamericano de Teoría Económica para el Desarrollo* efectuado en Taxco Guerrero,

México en año 2000 “es necesario reorientar las políticas macroeconómicas (articulando las políticas monetarias y fiscales) en sectores como el comercio exterior, el papel de los mercados financieros en el ajuste macroeconómico, el cambio tecnológico, la distribución del ingreso y con ello la superación de la pobreza”. En este punto el Estado debe jugar un papel activo dentro de la economía en especial en sectores como la educación, salud y vivienda que logre llevar a cabo con crecimiento con desarrollo sustentable. Y retomado algunas de Maestro Fernando Carmona de la Peña, investigador emérito del Instituto de Investigaciones Económicas de la UNAM, “ Nuestra realidad evoluciona más rápido que nuestra capacidad de teorizar”

Desde el punto de vista externo es fundamental reorientar el papel de los organismos financieros internacionales como el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional, así como sus políticas que sugieren a las economías, todo acompañado de una Nueva Arquitectura Financiera Internacional.

Resumiendo, es necesario, por lo mencionado anteriormente, que las políticas económicas que se implementen en los países sean más cautelosas y que consideren las condiciones internas de sus economías, sin dejar de lado los aspectos externos, es decir se deben considerar el contexto de globalización en el que se mueven las economías y con ello minimizar los efectos de las crisis financieras regionales y sistémicas.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

9. BIBLIOGRAFÍA

- 📖 Aguión, Philippe, et al "Currency crises and monetary policy in an economy with credit constraints" (2001) en *www.j-bradford-delong.net*
- 📖 Armendáriz, Patricia, "Las crisis del Sudeste Asiático y México: Similitudes y diferencias" en *Comercio Exterior, volumen 49 núm 2*, México, Banco Nacional de Comercio Exterior, febrero de 1999, pp 131-134.
- 📖 Andjel, Eloisa Keynes. Teoría de la demanda y el desequilibrio México, Diana-UNAM, 1988, 126 pp
- 📖 Banco de México Informe Anual 1995 México, Banco de México, 1995, p 65
- 📖 Basle Committe on Banking Supervision "Core for Effective Banking Supervision" Basle September 1997
- 📖 Bordo, Michael y Barry Eichengreen "Crises now and the: What lessons from the last era of financial globalization?" en *Working Paper Series* no 8716 Massachusetts, National Bureau of Economic Research, 2002.
- 📖 Buirá, Ariel "An alternative approach to financial crisis" New Jersey, University Princenton, 1999, 30 p
- 📖 Conford, Andrew y Akyuz Yilmaz, "Administración y prevención de crisis financieras" en *Enoikos*, año VII, núm 14, Argentina, Banco Nacional de la República de Argentina, marzo 1999, pp 60-68
- 📖 Correa, Eugenia. "Los mercados financieros y la crisis en América Latina" México, UNAM-IIEc, 1992, 162 pp.
- 📖 ----- "Crisis y desregulación financiera" México, IIec-UNAM-Siglo XXI, 1998, 205 pp
- 📖 Corsetti, G. et. al. "What caused the asian currency and financial crisis?" en *Working Paper* no.6843. Massachusetts, National Bureau of Economic Research. 1998
- 📖 Corbett, Jenny y Davis Vines "The Asian Crisis: Competing Explanations" New York, Center for Economic Policy Analysis, julio 1998
- 📖 Chapoy, Alma. "El sistema monetario internacional". México, Miguel Angel Porrúa-IIEc, 2001 (a)

- ☞ ----- "Las crisis financieras y la reforma del sistema" en Kaplan, Marcos e Irma Manrique *Regulación de flujos financieros internacionales*. México, UNAM, 2000 (b). 338 p
- ☞ Chesnais, Francois. "La mundialización financiera" París, Syros, 1996, 157 pp
- ☞ De Brunhoff, Suzanne "Circulación financiera internacional y crisis capitalista" en *Investigación Económica* núm 144, México, FE-UNAM, abril-junio, 1978, pp 167-183.
- ☞ De la Madrid, Miguel. "La política de la renovación" México, Diana, octubre 1988, p. 316
- ☞ Diamond, D y P. Dybvig "Bank runs, deposit insurance and liquidity" en *Journal of Political Economy*, número 91 Junio 1983
- ☞ Díez de los Ríos González, Antonio y Álvaro Ortiz "Crisis cambiarias en Latinoamérica: factores específicos e internacionales" en *La nueva Agenda de América Latina*. España, ICE, Febrero-Marzo 2001, pp 93-106
- ☞ Eichengreen, Barry. "Toward a new international financial architecture". Washington, Institute for International Economics, 1999, 187 pp.
- ☞ Esquivel, Gerardo y Felipe Larrain "Latin America Confronting the Asian Crisis". Noviembre 1998
- ☞ Flood, Robert y Nancy Marion. "The Size and Timing of Devaluations in Capital-Controlled Economies" en *www ssrn com*. 1995
- ☞ Fondo Monetario Internacional "Perspectivas de la economía mundial". Washington, FMI, mayo 1998a, 242 pp
- ☞ ----- "Informe Anual" 1998b, Washington, FMI mayo, 270 pp.
- ☞ Gavito, Javier, "Crisis bancarias y cómo prevenirlas" en *El Mercado de Valores*. núm 9, México, Nacional Financiera, 1999, pp. 22-27.
- ☞ Gerlach, Stefan y Frank Smets "Contagious Speculative Attacks" en *European Journal of Political Economy*, número 11, 1995, pp 45-63
- ☞ Guillén, Arturo "Crisis asiática y reestructuración de la economía mundial" en *Comercio Exterior* volumen 49, núm 1, México, Banco Nacional de Comercio Exterior, enero de 1999, pp 16-23

- 📖 Girón, Alicia y Correa, Eugenia. "Crisis bancaria y carteras vencidas". México, La Jornada UAM-IIEc, 1995, 447 pp
- 📖 ----- "Integración financiera y ILC. Retos y perspectivas" México, Siglo XXI-DGAPA-IIEc, 1995, 447 pp
- 📖 ----- "Crisis financiera Mercado sin fronteras" México, El Caballito-IIEc-DGAPA, 1998, 404 p.
- 📖 ----- "Global Financial Markets: Financial Desregulation and Crisis" en *International Social Science Journal*, número. 1, Washington, UNESCO, 1999, 210 p.
- 📖 Goldfajn, Ilan y Rodrigo Valdés. "The Aftermath of Appreciations" en *Working Paper* número 5650. Massachusetts, National Bureau of Economic Research, 1996
- 📖 González Hermosillo, Brenda "Indicadores de alerta de las crisis bancarias" en *Finanzas y Desarrollo*, volumen 36, número 2, Washington, FMI, junio de 1999, pp 36-39
- 📖 Hardy C, Daniel. "Are Banking crisis predictable?" en *Finance & Development*, volumen 35, número 4, Washington, FMI, diciembre, 1998, pp 8-12
- 📖 Hilferding, Rudolf "El capital Financiero" México, El Caballito, 1973, 420 pp.
- 📖 Kindleberger, K Charles "Manías, pánicos y cracs Historia de las crisis financieras". España, Ariel, 1989, 301 p
- 📖 Kitchen L. Richard, "Los principios básicos del financiamiento del desarrollo" en *El financiamiento de los países en desarrollo* México, CEMLA, 1990, pp 1-29
- 📖 Krugman, Paul. "A Model of Balance-of-Payments Crises" (1979) en *www.j-bradford-delong net*
- 📖 ----- "Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises" (1999) en *www.j-bradford-delong net*
- 📖 Lipsky, John "Crisis de Asia. Una perspectiva de mercado" en *Finanzas y Desarrollo* Volumen 35, número 2, Washington, Fondo Monetario Internacional, junio de 1998, pp. 10-13
- 📖 López-Mejía, Alejandro "Grandes flujos de capital. Causas, consecuencias y opciones de política", en *Finanzas y desarrollo*, Volumen 36, número. 3, Washington, FMI, septiembre de 1999, pp 28-31

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

- ☞ Mántey, Guadalupe. "Lecciones de Economía monetaria". México, UACPyP-UNAM, 1997, 233 pp
- ☞ ----- "The logic of currency Crises" 1994 en *Working Paper* número 4640. Massachusetts, National Bureau of Economic Research
- ☞ Noriega, Fernando. "Macroeconomía para el desarrollo" México, McGraw Hill, 2001, 297 p
- ☞ Obstfeld, Maurice "Models of Currency Crisis with Self-Fulfilling Features" (1996) en *www.j-bradford-delong.net*.
- ☞ Organización de Cooperación de Desarrollo Económico. "Estudios Económicos de la OCDE México." París, 1995, 135 p.
- ☞ Programa de la Naciones Unidas para el desarrollo. "Informe sobre Desarrollo Humano 2001".
- ☞ Palazuelos, Enrique y María Jesús Vara. "Grandes áreas de la economía mundial" España, Ariel, 2002 345 p.
- ☞ Pureco, José Alfredo. "La dolarización. Un retorno a la discusión sobre el papel del dinero mundial en los sistemas cambiarios de las economías latinoamericanas del siglo XX" *Tesis de maestría* Facultad de Economía, UNAM, 2002.
- ☞ Rivera Batiz, Francisco. *International finance and open economy macroeconomics* New York, Macmillan 1995.
- ☞ Santana, Ruddy "La teoría deuda-deflación del ciclo de Fisher y la teoría sobre la crisis financiera de Minsky: Una comparación" en *Investigación económica*, número 215, México, FE-UNAM, enero-marzo, 1996, pp 45-75.
- ☞ Sharma, Sunil. "El desafío de predecir las crisis económicas" en *Finanzas y desarrollo*. Washington, FMI, junio de 1999, pp 40-42.
- ☞ Swoboda, Alexander "Reforma de la arquitectura financiera internacional" en *Finanzas y desarrollo*. volumen 36, número. 3, Washington, Fondo Monetario Internacional, septiembre de 1999, pp. 2-4
- ☞ Taylor, Lance y Stephen A. O Connell. "Una crisis al estilo Minsky" en *Investigación Económica*, número. 187, México, FE-UNAM, enero-marzo, 1989, pp 11-29
- ☞ Vilaríño, Angel. "Turbulencias financieras y riesgo de mercado". España, Prentice Hall, 2001 300 p

- ☐ Werner, Martín "Nueva arquitectura del sistema financiero internacional: Avances y retos" en *El mercado de Valores* México, Nacional Financiera, septiembre, número. 9, 1999, pp. 3-14