



Universidad Nacional Autónoma de México

Facultad de Economía

DESREGULACIÓN FINANCIERA INTERNACIONAL Y CRISIS DE 2008

TESIS

PROFESIONAL

PARA OBTENER EL TÍTULO DE

LICENCIADO EN ECONOMÍA

PRESENTA:

ANA GABRIELA PUENTE MAYA

DIRECTOR DE TESIS:
LORENA RODRÍGUEZ LEÓN

CIUDAD UNIVERSITARIA, MÉXICO
D.F., JUNIO 2014





Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

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

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

Índice

Introducción.....	4
Objetivos.	4
Hipótesis.....	5
Estructura del trabajo.	5
Capítulo I. Sistema Financiero. Su definición.....	6
1.1. Conceptos del sistema financiero.....	6
1.2. Funciones del sistema financiero	8
1.3. Elementos del sistema financiero.....	9
1.3.1. Las instituciones financieras.....	10
1.3.2. Los activos, productos o instrumentos financieros.	12
1.3.3. Los mercados financieros.....	14
1.4. Importancia del Sistema Financiero.	17
Capítulo II. Evolución del Sistema Monetario Internacional.	19
2.1. El Sistema Monetario Internacional.....	20
2.2. El patrón oro.....	23
2.3. El sistema de Bretton Woods.	27
2.4. El régimen de cambios fijos.....	32
2.5. El régimen de flotación.....	35
Capítulo III. Globalización, liberalización y desregulación financiera internacional.	37
3.1 Movilidad del capital internacional.....	37
3.2 Globalización del sistema financiero.	42
3.2.1. Liberalización financiera internacional.....	47
3.2.2. El consenso de Washington.	48
3.3 Desregulación financiera internacional.....	52
3.3.1 Concepto de desregulación financiera.....	57
3.3.2. Innovación financiera.....	65
3.3.3. El papel de los intermediarios financieros.....	71
Capítulo IV. Crisis financiera internacional.....	74
4.1. Aspectos teóricos de la crisis.	76

4.1.1.	Fragilidad en el Sistema Monetario Internacional.	80
4.1.2.	El enfoque nekeynesiano y la escuela austriaca.	85
4.2.	Sistema financiero: formación y profundización de crisis.	88
4.2.1.	Contagio de crisis financiera: Restricciones de liquidez y de capital. ...	89
4.2.2.	Crédito, endeudamiento, quiebre y formación de burbujas especulativas. 90	
4.2.2.1.	Endeudamiento y quiebre de empresas privadas.	91
4.2.2.2.	Endeudamiento y quiebre de bancos.	92
4.3.	Crisis recurrentes.	92
4.4.	Marco regulatorio para evitar las crisis financieras internacionales.	94
4.4.1.	Las dificultades para regular operaciones bancarias internacionales. ...	95
4.4.2.	El objetivo de una regulación y supervisión eficaz.	97
4.4.3.	Cooperación en la legislación internacional: Comité de Basilea.	98
4.4.4.	Comité de Basilea II.	100
4.4.5.	Comité de Basilea III.	101
4.5.	Origen, evolución y perspectivas de la crisis hipotecaria estadounidense.	103
4.5.1.	Origen de la crisis hipotecaria estadounidense.	106
4.5.2.	Aspectos generales de la crisis de 2008.	111
4.5.2.1.	Bursatilización de hipotecas.	116
4.5.2.2.	Efectos de la crisis de hipotecas <i>subprime</i>	119
4.5.2.3.	Efectos de la crisis en México.	123
	Capítulo V. Conclusión.	128
	Bibliografía.	132

Introducción.

En las últimas décadas del siglo XX y principios del XXI, el sistema se ha mostrado poco sólido e insostenible en donde las crisis empiezan a tomar nuevos matices. Por esta razón, es importante analizar la divergencia que se generó entre la esfera real y financiera de la actividad económica y como ha mostrado su inviabilidad a través de crisis recurrentes que en los últimos años a generando una burbuja financiera e inflacionaria que desencadenó la crisis en Estados Unidos en el año 2008, una crisis de gran envergadura ya que los efectos no solo se presentaron en la economía nacional sino también internacional.

El proceso de globalización nos ha llevado a un libre flujo comercial y financiero en prácticamente todas las economías. La formación de regiones y bloques económicos hace que el sistema sea muy favorable al capital financiero, que es libre de elegir y escoger donde ir, y ha conducido al rápido crecimiento de los mercados globales¹. Así, se da pauta para mostrar como a lo largo de las últimas décadas del siglo XX la desregulación financiera, por un lado, estimuló la canalización de recursos hacia la especulación desviándolos de la inversión productiva y, por otro, alteró el orden monetario mundial.

La inestabilidad financiera no se origina en la actualidad sino que es un problema estructural del sistema mundial que sumado a los problemas geopolíticos y a la crisis de confianza evidencian aun más la vulnerabilidad del sistema generando mayor incertidumbre. La separación entre el mercado financiero y el mercado real se hace más grande, cuando se supone que el mercado financiero es un apoyo al mercado real por medio del sistema financiero.

Objetivos.

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

- En general, se pretende identificar y describir la evolución del sistema financiero internacional a partir del sistema de Bretton Woods y conocer cómo se llevó a cabo el proceso de desregulación financiera internacional así como el impacto que tuvo en la generación de la crisis de 2008.

¹ Soros, 1999

- Conocer la importancia del sistema financiero dentro de una economía.
- Señalar cuáles son las funciones que debe de cumplir el sistema financiero internacional.
- Revisar la evolución del Sistema Monetario Internacional.
- Identificar el proceso de desregulación en el contexto de la globalización.
- Revisar los factores y dinámica que toma la desregulación financiera internacional a partir del sistema de Bretton Woods.
- Identificar la relación entre la desregulación financiera internacional con la formación de una crisis.
- Estudiar el inicio de la crisis de 2008 gestada en Estados Unidos

Hipótesis.

El impacto de la desregulación financiera a nivel internacional es un tema de suma relevancia ya que no solo se dieron cambios estructurales en los sistemas bancarios sino además nos ha llevado a recurrentes crisis económicas, siendo la más reciente la iniciada en Estados Unidos en 2008.

Las medidas regulatorias para los sistemas financieros internacionales no crecieron al mismo ritmo que los grandes flujos internacionales de capital provocando la desestabilización financiera en la que se encuentra sumido el actual sistema económico internacional.

Por estas razones es importante conocer cuáles han sido los elementos que intervienen en los procesos de globalización y desregulación del sistema financiero internacional así como la relación que tienen en la generación de la crisis de 2008.

Estructura del trabajo.

Para alcanzar los objetivos y corroborar la hipótesis, esta tesis presenta, en un primer apartado, la definición y estructura del sistema financiero internacional, así como la importancia de contar con un sistema financiero saludable.

En el segundo capítulo se hace un estudio de la evolución del sistema monetario internacional a partir del patrón oro, resaltando el sistema de Bretton Woods como antecedente del proceso de globalización y desregulación financiera.

En el tercer capítulo se presentan los procesos de globalización y desregulación financiera, marcando el inicio de estas reformas en el Consenso de Washington. Así mismo se describen los elementos que facilitaron las transformaciones del sistema financiero internacional: la innovación financiera y los intermediarios financieros.

En el último capítulo se estudia el tema de la crisis, sus aspectos teóricos y el marco regulatorio que previene su generación y futuro contagio. También se analiza el inicio de la crisis de 2008, observando el impacto que la desregulación financiera tuvo en la generación de la burbuja financiera y especulativa en el sector hipotecario de Estados Unidos y se enmarca la fragilidad del sistema financiero internacional así como el efecto contagio de dicha crisis a las economías del resto del mundo. Este capítulo termina con un breve comentario del efecto de la crisis en México.

Por último se presentan las conclusiones derivadas de los apartados estudiados a lo largo del trabajo y se hacen algunas observaciones a manera de propuestas para el mejor desempeño y control de los flujos financieros para disminuir en la medida de lo posible el impacto de una crisis internacional.

Capítulo I. Sistema Financiero. Su definición.

1.1. Conceptos del sistema financiero.

Tal y como lo señalan algunos autores, el sistema financiero en la actualidad es de vital importancia para la economía de cualquier país, ya que mediante éste se realizan todas las actividades financieras existentes.

Dice Joseph Stiglitz que: “[...] El sistema financiero puede ser comparado con el cerebro de la economía. Asigna el capital escaso entre usos alternativos intentando orientarlo hacia donde sea más efectivo, en otras palabras, hacia donde genere los mayores rendimientos [...]”.²

² Cfr. Stiglitz, J. E., *El malestar de la globalización*, México, TAURUS, 2006, esp. p. 148.

Por su parte Samuelson establece que: “El sistema financiero es una parte muy crítica de la economía moderna, puesto que a través de éste se realizan toda clase de actividades financieras, tales como transferir recursos en el tiempo, entre sectores y entre regiones por lo que esta función permite que las inversiones se dediquen a sus usos más productivos, en vez de embotellarse en donde menos se necesitan [...]”.³

Mishkin afirma que: “El sistema financiero tiene cómo actividad central transferir los fondos de las personas que los tienen, a quienes tienen un déficit, por lo que el sistema financiero promueve una mayor eficiencia, ya que hace rentable el dinero de quien no lo necesita llevándolo a quien sí lo hace producir [...]”.⁴

Por su parte Ortega menciona que: “[...] El sistema financiero agrupa a diversas instituciones y organismos interrelacionados que se caracterizan por realizar una o varias de las actividades tendientes a la captación, administración, regulación, orientación y canalización de los recursos económicos de origen nacional e internacional [...]”.⁵

Del mismo modo Chapoy hace mención del concepto de sistema financiero internacional “[...] Es el conjunto de mercados financieros internacionales y de instituciones financieras internacionales, cuya principal función es canalizar los recursos de quienes deseen prestarlos o invertirlos (prestamistas e inversionistas) a quienes necesitan financiamiento (prestatarios) [...]”.⁶

Podemos entender entonces al sistema financiero como el conjunto de actividades e instituciones que permiten el desarrollo de todas aquellas transacciones entre personas, gobiernos y empresas, intermediarios financieros y autoridades e instituciones reguladoras que impliquen el uso del dinero, de modo que satisfagan todas las necesidades financieras de los agentes económicos.

Por esta razón el sistema financiero es considerado como uno de los factores más importantes de la economía, puesto que canaliza el ahorro hacia la inversión y proporciona el arco para el intercambio de bienes, servicios y capitales.

Así mismo el sistema financiero tiene un rol importante dada su función de reducir las ineficiencias derivadas de la existencia de costos de información y de

³ Cfr. Samuelson, P. A., *Economía*, México, MC GRAW HILL, 2003.

⁴ Cfr. Mishkin, F. S., *Moneda, banca y mercados financieros*, México, PEARSON, 2008.

⁵ Cfr. Ortega Castro, A., *Introducción a las finanzas*, México, MC GRAW HILL, 2002, esp. p. 65.

⁶ Cfr. Chapoy Bonifaz, A., *Economía financiera contemporánea*, México, PORRÚA, 2004, esp. p. 49-50, 65. Cit. El sistema financiero internacional. En E. y Correa.

transacción entre los agentes económicos. Un sistema financiero estable, eficiente, competitivo e innovador contribuye a elevar el crecimiento económico y el bienestar de la población. Minski señala que: “El buen funcionamiento del sistema financiero es un factor clave para el crecimiento de un país y el desempeño deficiente de este, es una de las causas de la pobreza de tantos países del mundo [...]”.⁷

Según Stiglitz el sistema financiero “también vigila los recursos para asegurarse de que sean empleados de forma comprometida [...] el sistema financiero puede crear una crisis en un país [...] si el sistema financiero colapsa, las empresas no pueden conseguir el capital circulante que necesitan para continuar con los niveles corrientes de producción, y mucho menos para financiar la expansión mediante nuevas inversiones [...]”.⁸

Por ello es indispensable que el sistema financiero cuente con un marco institucional sólido, así como de una regulación y supervisión financiera que respalde la integridad de dicho sistema y que al mismo tiempo proteja los intereses de todos los agentes económicos que participan en él.

1.2. Funciones del sistema financiero

Como se mencionó en el apartado anterior, el sistema financiero se convierte en un elemento clave en la economía porque ayuda a que los fondos que no se destinan al consumo puedan ser utilizados por los sectores e individuos que los necesita, por lo cual es necesario mencionar sus principales funciones:

- ❖ Captar y canalizar el ahorro hacia la inversión productiva.

Pone en contacto directo o indirecto a los prestatarios y ahorradores, enlazando sus decisiones de ahorro e inversión, las cuales se pueden generar en espacios y temporalidades distintas.

- ❖ Facilitar el intercambio de bienes, servicios y capitales de forma eficiente entre los agentes económicos.

Canaliza los flujos financieros, permitiendo realizar pagos y cobros mediante transacciones muy diversas entre compradores y vendedores de bienes y servicios. Dichas transacciones pueden ser diferentes espacios y temporalidades.

⁷ Cfr. Mishkin, Frederic S., *Moneda, banca y mercados financieros*, México, PEARSON, 2008.

⁸ Cfr. Stiglitz, J. E., *El malestar en la globalización*, México, TAURUS, 2006, esp. p. 148.

- ❖ Buscar el crecimiento económico mediante la canalización adecuada de recursos financieros.

Garantiza una eficaz asignación de los recursos financieros, proporciona al sistema económico los recursos necesarios en plazos, costos, volumen, cuantía y naturaleza. Cuanto mayor sea la transferencia de recursos financieros entre ahorradores y prestatarios y más se adapte a las necesidades o preferencias individuales, mayor será el grado de eficiencia y desarrollo del sistema financiero.

- ❖ Reducir los costos de información y transacción entre los agentes económicos.

Con la función redistributiva de los recursos financieros es posible aumentar el consumo presente de algunos agentes económicos o trasladar a futuro el de otros. De esta forma habrá un uso eficiente de los recursos financieros dentro de la economía puesto que se estarán cubriendo las necesidades de ahorro e inversión de todos los agentes económico.

- ❖ Lograr que la política monetaria sea más efectiva y con ello contribuir al desarrollo económico.

Desarrolla un marco normativo de actuación bajo el cual trasmite y regula la política cambiaria y monetaria. Así las instituciones financieras asumen el objetivo de estabilizar las relaciones y los precios en la canalización de fondos, además de velar por la transparencia y protección de los agentes que intervienen en el sistema financiero.

Cabe mencionar que el grado de desarrollo de un sistema financiero depende en gran medida de la calidad con la cual desempeña sus funciones, es decir, la calidad con la que presta sus servicios. Mediante el desarrollo de estas funciones, el sistema financiero puede afectar las decisiones de ahorro e inversión de los agentes económicos influyendo así en el crecimiento económico.

1.3. Elementos del sistema financiero.

El sistema financiero permite que el dinero circule, es decir, que pase de unos agentes económicos a otros mediante diversas transacciones. Dichos agentes económicos son los prestamistas y prestatarios o lo que es lo mismo, oferentes y demandantes de recursos financieros, los cuales al realizar un sin número de actividades y transacciones financieras dentro del sistema financiero incentivan un constante movimiento de la economía y al mismo tiempo la alientan al crecimiento.

Dentro del sistema financiero interrelacionan dos tipos diferentes de agentes económicos:

- ❖ Los oferentes de recursos financieros: son aquellos que han gastado en bienes de consumo e inversión, una cantidad inferior a la que han obtenido como renta, pudiendo prestar la diferencia al grupo de inversores o consumidores.
- ❖ Los demandantes de recursos financieros: son agentes económicos que deciden gastar tanto en bienes de consumo como de inversión una cantidad mayor de la que han obtenido como renta, necesitando para ello que los ahorradores les presten fondos de forma temporal.

Cualquier sujeto, a lo largo del tiempo puede pasar de posiciones acreedoras a deudoras e incluso mantener ambas de forma simultánea. Para enlazar estas decisiones de inversión y ahorro se han instrumentado una serie de medios o productos financieros como acciones, préstamos, bonos, entre otros, que son intercambiados por la entrega de dinero. Estos productos se materializan mediante contratos, que garantizan la operación financiera, y recogen expresamente las obligaciones y derechos que se derivan de su contratación, tanto para quien los emite como para quien los adquiere. Asimismo, la transferencia de recursos no sólo necesita de contratos que garanticen la operación financiera (productos financieros), sino también de lugares o mercados que ayuden al mejor funcionamiento del sistema además de instituciones o intermediarios que pongan en contacto a los oferentes y demandantes de recursos financieros.

Podemos identificar entonces tres elementos claves para el funcionamiento eficiente del sistema financiero:

1.3.1. Las instituciones financieras.

Se definen como: “[...] instituciones especializadas en administrar los ahorros a largo plazo; se trata de organizaciones privadas o gubernamentales que acumulan recursos de los ahorradores y los canalizan a los individuos, particulares o empresas que requieren crédito [...]”.⁹

El sistema financiero surge con la necesidad de poner en contacto a los prestatarios con los prestamistas, sin embargo, el contacto directo entre ellos

⁹ Cfr. Chapoy Bonifaz, A., *Economía financiera contemporánea*, México, PORRÚA, 2004, esp. pág. 49-50, 65. Cit. El sistema financiero internacional. En E. y Correa.

resulta complicado, es por ello que aparecen las instituciones o intermediarios financieros, ya que mediante activos financieros facilitan el flujo de recursos financieros entre los agentes, además de cubrir sus necesidades de ahorro e inversión.

Las instituciones financieras al ser las intermediarias entre los prestamistas y prestatarios cumplen dos funciones fundamentales:

❖ La captación.

Que no es otra cosa más que la recolección de recursos de los agentes económicos que así lo deseen, los cuales pueden ser mediante depósito en cuentas del banco o por medio de la compra de títulos, siendo posible en ambos casos el pago de intereses.

❖ La colocación.

La cual permite poner el dinero en circulación en la economía, es decir, las instituciones financieras toman los recursos financieros que obtiene mediante la captación y con ellos pueden otorgar créditos a los agentes económicos que así lo soliciten, o por otra parte, realizar inversiones que les generen ganancias.

Además de estas dos funciones podemos identificar una relacionada con las imperfecciones de una economía, es decir, con los problemas de información asimétrica y costos de transacción que enfrentan los agentes económicos. Esta función será entonces, reducir el riesgo y aumentar la rentabilidad de los inversores que acuden a ellas. Asimismo los intermediarios financieros tienen la responsabilidad de maximizar los rendimientos y minimizar el nivel de riesgo de sus clientes, puesto que son capaces de captar e interpretar información adecuadamente así como de ofrecer costos de transacción bajos. “Bajo esta situación los intermediarios disminuyen considerablemente dichos problemas y garantizan la obtención de resultados más eficientes [...]”.¹⁰

Otra de las funciones primordiales de las instituciones financieras corresponde a la facilitación de la gestión de transacciones entre los agentes económicos. Así como lo menciona Ernesto Ramírez: “[...] la intermediación financiera es una actividad importante en la economía porque permite que los recursos se canalicen de aquellos que de otra manera no los pondrían en su uso más productivo hacia aquellos que si lo harían. De esta manera los intermediarios financieros pueden ayudar a promover una economía más eficiente y más dinámica [...]”.¹¹

¹⁰ Cfr. Freixas, X. Y., *The MIT Press*, USA, 2008. Cit. *Microeconomics of banking*.

¹¹ Cfr. Ramírez Solano, E., *Moneda, banca y mercados financieros*, México, PEARSON PRENTICE HALL, 2007, esp. pp. 9-11.

Del mismo modo Levine identifica cinco de las funciones más relevantes de las instituciones financieras.¹²

- ❖ Producir información ex ante sobre posibles inversiones y asignaciones de capital.
- ❖ Monitorear inversiones y examinar la calidad del gobierno corporativo luego de promover financiamiento.
- ❖ Facilitar la comercialización, la diversificación y la administración del riesgo.
- ❖ Movilizar y combinar ahorros.
- ❖ Facilitar el intercambio de bienes y servicios.

Entre los intermediarios financieros más importantes se encuentran los fondos de pensión, compañías de seguros, instituciones de depósito, fondos de inversión así como los bancos centrales y comerciales, siendo estos últimos los intermediarios en los que un mayor número de agentes económicos tienen contacto ya que la mayoría de ellos guarda sus ahorros en cuentas de cheques, ahorro o en algún tipo de inversión bancaria.

1.3.2. Los activos, productos o instrumentos financieros.

Los instrumentos financieros son herramientas que utiliza el sistema financiero para facilitar la movilidad de los recursos financieros. Un producto financiero es un activo cuando mantiene la riqueza de quien lo posee, es decir, son derechos; y se convierte en pasivo para quienes lo emiten, generando obligaciones. Los activos financieros están integrados por el conjunto de medios de pago y operaciones de crédito, o derechos sobre futuros ingresos, en que se materializan las distintas operaciones de canalización de fondos entre los agentes económicos del sistema.

Los productos financieros son emitidos por las instituciones financieras o unidades económicas de gasto o por los agentes que buscan financiación de forma temporal y comprados por los agentes económicos que desean mantener su riqueza de esa forma, es decir, los agentes que están dispuestos a brindar dicha financiación.

Un activo financiero presenta tres características importantes:

- ❖ Liquidez

¹² Cfr. Levine, R., *Handbook of economic growth*, USA, 2005, esp. pp. 866-910. Cit. Finance and growth: Theory and evidence.

Medida que indica la facilidad de realización de un activo a corto plazo con la certeza de que no se obtendrán pérdidas. La liquidez dependerá del emisor el activo y la certeza de la oferta y demanda del mismo. Entre los activos que tienen mayor liquidez se encuentra el dinero, las cuentas corrientes y las cuentas de ahorros.

❖ Riesgo

Está en función de la probabilidad de que el emisor del activo cumpla con lo pactado a su vencimiento. El riesgo dependerá entonces de la solvencia del emisor, es decir, la calidad crediticia del emisor, la cual puede ser medida por empresas calificadoras de riesgo, presentando una relación directa entre el riesgo del activo y el tipo de interés, a mayor riesgo mayor rentabilidad. Además de la solvencia, el riesgo está en función de la garantía en el cumplimiento de sus obligaciones mediante el uso de avales o de otras garantías como las hipotecas, con las cuales se apoya el valor del activo.

❖ Rentabilidad

Es la capacidad de un activo para generar rendimientos a quien lo adquiere. El rendimiento está en función del tamaño del préstamo, el riesgo que se asume con la adquisición del activo (un activo es más rentable cuanto menor sea su liquidez y mayor el riesgo que asuma), así como las expectativas y especulaciones de los mercados financieros.

Las funciones que se han asignado a los productos financieros son las siguientes:

❖ Transferir fondos entre los agentes económicos.

Los activos financieros cumplen la función de transferir por medio de los intermediarios financieros el exceso de fondos financieros de unos agentes (prestamistas) hacia aquéllos que los necesitan para adquirir otros bienes y servicios (prestatarios).

❖ Son instrumentos de transferencia de riesgo.

El riesgo puede ser desde el emisor del activo financiero principal a su receptor o inversor. En esta transferencia de fondos el inversor que recibe el activo financiero participa indirectamente en los resultados de la inversión inicial. De esta manera se distribuye el riesgo asociado al activo financiero emitido.

Los activos financieros se pueden clasificar en base a sus diferentes características. Sin embargo las clasificaciones que aquí se presentan recogen solo los principales productos financieros, además deben ser consideradas de

forma flexible ya que las innovaciones financieras producen constantes cambios en ellos.

- ❖ Según la liquidez con la que cuentan: este criterio se utiliza para diferenciar los activos en cuanto su mayor o menor facilidad para ser convertidos en dinero. Estos pueden ser dinero, depósitos, fondos públicos, obligaciones privadas y préstamos sin garantía.
- ❖ Según su emisor lo podemos clasificar en activos primarios y secundarios, los primeros son aquellos instrumentos que el agente deficitario emite directamente. Mientras que los segundos son activos secundarios, indirectos o derivados y son creados por los intermediarios financieros y se adaptan a las necesidades de los prestamistas y prestatarios.

- ❖ Según la naturaleza del emisor, estos son productos financieros emitidos por diversas instituciones tales como el Estado, el Banco Central, los intermediarios bancarios y las aseguradoras.

1.3.3. Los mercados financieros.

Los mercados financieros son el sistema, mecanismo o lugar por el cual se establece un intercambio de activos financieros, poniendo en contacto a prestamistas y prestatarios y fijando al mismo tiempo el precio de los activos.

“[...] los mercados financieros son el lugar en el que los fondos se transfieren de manera directa a quienes los tienen disponibles en exceso hacia quienes los necesitan [...] pueden ser importantes en la canalización directa de fondos de quienes no les dan un uso productivo hacia quienes si se lo dan, resultando por consiguiente en una eficiencia económica más alta [...]”.¹³

A pesar de que tradicionalmente un mercado tiene una ubicación física, actualmente y gracias a los avances en la informática y la tecnología, podemos tener un mayor acceso a las transacciones mediante medios informáticos de forma más rápida y eficiente.

“[...] los mercados financieros están constituidos por una compleja red de instrumentos e instituciones financieras cuya estructura y funcionamiento depende del marco económico (fundamentalmente de la volatilidad de las tasas de interés y

¹³ Cfr. Ramírez Solano, E., *Moneda, banca y mercados financieros*, México, PEARSON PRENTICE HALL, 2007, esp. pp. 9-11.

de los tipos de cambio), del marco regulador y tecnológico y de las variables claves del sector real de la economía internacional, entendiendo por tal aquel en el que tienen lugar la producción de bienes y servicios, el comercio, la inversión y la prestación de servicios. En cambio, en el sector financiero solo se intercambian instrumentos financieros [...]”.¹⁴

De acuerdo con Chapoy¹⁵ y con base en Banxico¹⁶ podemos clasificar a los mercados financieros en cuatro sectores:

➤ Mercado cambiario o Forex.

Constituye el núcleo del mercado financiero debido a que es la base de la mayoría de los otros segmentos de los mercados financieros internacionales. Es altamente líquido y sus negociaciones se realizan durante las 24 horas del día en todo el mundo. Los principales agentes que participan en este mercado son los bancos, debido al tipo de operaciones que realizan. El mercado cambiario incluye el mercado al contado (spot) y el mercado a plazo (forward).¹⁷

➤ Mercado de eurodivisas.

Usa instrumentos financieros basados en divisas¹⁸ que no son del país de origen¹⁹, comprende principalmente a los bancos comerciales que cotizan precios de compra y venta, emitiendo y aceptando depósitos en monedas diferentes a la del país de origen. En este mercado participan los grandes bancos comerciales, las empresas trasnacionales, estados soberanos, gobiernos locales, empresas estatales y agencias internacionales. El euromercado lleva a cabo importantes innovaciones de instrumentos financieros para satisfacer las necesidades de sus clientes, brindándoles menores costos e impuestos regulatorios.

¹⁴ Cfr. Chapoy Bonifaz, A., *Economía financiera contemporánea*, México, PORRÚA, 2004, esp. pp. 49-50, 65. Cit. El sistema financiero internacional. En E. y Correa.

¹⁵ Ídem.

¹⁶ Cfr. Banco de México, s. f. Cit. Recuperado en mayo de 2013 de <http://www.banxico.org.mx>.

¹⁷ Existen dos principales derivados del tipo de cambio: el forward y el “futuro”. Un forward de tipo de cambio es un contrato en el que se pacta la compra o venta de una moneda (por ejemplo dólares) a un plazo futuro mayor a 48 horas y a un tipo de cambio fijo. Es decir, se compra o se vende una cantidad de divisas hoy pero las mismas se recibirán o entregarán en una fecha futura y al tipo de cambio pactado para dicha fecha. La principal diferencia entre un forward de tipo de cambio y un futuro de tipo de cambio es que el primero es un contrato entre dos particulares y el segundo se negocia en un mercado organizado, por lo que el plazo y el monto están definidos (estandarizados) de antemano. Banco de México en <http://www.banxico.org.mx/divulgacion/sistema-financiero/sistema-financiero.html#Mercadosfinancieros>

¹⁸ Las divisas pueden ser dólares, euros, francos o yen japonés. El concepto de eurodivisa no implica necesariamente el uso del euro como divisa.

¹⁹ El prefijo euro no significa que los valores internacionales necesariamente estén en poder de una institución europea o que se comercien en Europa y tampoco debe confundirse con la moneda euro.

➤ Mercado de créditos internacionales y valores de deuda.

El Gobierno Federal, los gobiernos estatales o locales y las empresas paraestatales o privadas pueden solicitar créditos generalmente destinados a financiar el comercio internacional, proyectos de inversión o simplemente para mantener sus propias actividades. En la deuda solicitada la tasa de interés puede ser fija o flotante según el costo de financiamiento del intermediario. Dicha cotización también puede ser acordada a futuro.²⁰

Por otra parte, la deuda emitida puede ser emitida en otra moneda mediante el spot y simultáneamente registrarse como un forward, con el fin de protegerse del riesgo dentro del mercado cambiario. El mercado de deuda es la infraestructura donde se emiten y negocian los instrumentos de deuda²¹ y para poder comprar o vender algún título es necesario acudir a un banco o casa de bolsa para poder realizar las transacciones.

➤ Mercado de acciones.

El mercado accionario es el lugar donde se comercian los derechos sobre las ganancias de las empresas y es también el mercado financiero más ampliamente seguido en las economías que tienen un gran desarrollo financiero. Es el lugar en donde los agentes económicos pueden conseguir recursos monetarios con rapidez.²²

Cuando una empresa requiere de capital, tiene básicamente dos formas de obtenerlo, una es a través de préstamos en forma de créditos o títulos de deuda, y la otra mediante la emisión de capital nuevo. Los títulos, que representan el capital invertido en una compañía, se conocen como acciones y son documentos que acreditan la posesión de capital de una parte de la empresa. Cuando una empresa

²⁰ El mercado de valores al servicio de las necesidades de financiamiento de su empresa: colocación de acciones, Bolsa Mexicana de Valores, en: www.bmv.org.mx

²¹ Los instrumentos de deuda son títulos, es decir documentos necesarios para hacer válidos los derechos de una transacción financiera, que representan el compromiso por parte del emisor (en este caso la entidad) de pagar los recursos prestados, más un interés pactado o establecido previamente, al poseedor del título (o inversionista), en una fecha de vencimiento dada. Banco de México en <http://www.banxico.org.mx/divulgacion/sistema-financiero/sistema-financiero.html#Mercadosfinancieros> (mayo de 2013).

²² Martín Mato, Miguel Ángel, Mercado de capitales, los mercados de acciones y bonos en la práctica, Editorial Thomson, España 2007, pp. 13-19.

requiere aumentar su capital accionario puede emitir acciones en el mercado local y simultáneamente distribuirlos a inversionistas extranjeros.

Un sistema moderno y competitivo, permite captar y canalizar adecuadamente los flujos financieros requeridos en forma eficiente. El crecimiento económico está estrechamente ligado a la existencia de un importante mercado de capitales.²³

1.4. Importancia del Sistema Financiero.

En una economía los agentes económicos: familias, empresas e instituciones públicas, obtienen ingresos con los cuales satisfacen sus necesidades básicas. El excedente de ese ingreso puede ser destinado a incrementar su consumo o inversión presente o futura. La decisión en el uso de ese excedente genera dos tipos de agentes económicos: los consumidores y los ahorradores.

Los agentes que gastan todo su ingreso en cubrir todas sus necesidades de consumo e inversión y no precisan de ingresos ajenos para llevarlas a cabo, corresponden a los consumidores-inversores. A estos agentes les resultara indiferente la existencia o no de un sistema financiero. En cambio, cuando la cobertura de dichos gastos les exige endeudarse se beneficiarán entonces de la existencia de un sistema financiero, el cual les proporcionará dicha financiación y los convertirá entonces en prestatarios-deudores.

Por otra parte, los ahorradores son los que no gastan todo su ingreso en el momento presente ya que deciden posponer su consumo e inversión con la intención de ahorrar el excedente de su ingreso. Mientras llega el momento de consumir dicho ahorro estos agentes pueden retirar ese dinero de la circulación, por ejemplo, guardándolo en su casa de modo que no precisarán de un sistema financiero; o por el contrario, acudir a una entidad bancaria dónde depositarlo o bien, proceder a comprar títulos de deuda privada, renta fija o variable, con el fin de rentabilizar temporalmente dicho ahorro. En este segundo caso, los ahorradores requieren de la existencia de un sistema financiero ya que con su decisión de prestar en el momento presente a los que necesitan recursos financieros se convierten en prestamistas-acreedores de los mismos.

La existencia de acreedores y deudores y el deseo de negociar sus posiciones se ha convertido en la esencia de la actividad financiera, pues entre ellos se inicia un cambio temporal de recursos financieros. Para los deudores se

²³ Cero Vega Efraín, *El mercado de valores en México, estructura y funcionamiento*, Editorial Planeta, México 1995, Capítulo IV.

generan obligaciones mientras que para los acreedores surgen derechos de cobro. Así, las personas o empresas que demandan los recursos financieros se comprometen a devolverlos en las condiciones y plazos estipulados; en contrapartida, recibirán una garantía que compensa el préstamo realizado.

Esta actividad financiera con la que se transfieren fondos desde los ahorradores hacia los consumidores-inversores, se puede producir exigiendo o no un encuentro directo entre las partes. En el primer caso, ambas partes deben buscarse directamente, con los inconvenientes que ello genera: altos costos para encontrar a una contraparte que, en el mismo momento temporal y físico, deseara negociar exactamente la misma cantidad de dinero que es solicitada, a unos plazos y precios adecuados para ambos; mayores riesgos inherentes a dicha operación privada, que no está sujeta a normas, ni a mecanismos de control y supervisión, entre otros. Sin embargo, en el segundo caso, los acreedores y deudores acuden a un único sistema, generalmente con carácter ciego, en el que se realizan operaciones muy diversas y muy adaptables a las diferentes necesidades tanto de acreedores como de deudores, puesto que dicha canalización utiliza a intermediarios o a mercados financieros. Es decir, el conjunto de flujos de recursos en la economía se canaliza a través del sistema financiero.

El sistema financiero incorpora los mecanismos y elementos necesarios que posibilitan la transferencia de recursos financieros entre los diferentes agentes económicos, permitiendo a unos aumentar su consumo e inversión actual y a otros posponerlo a futuro. En concreto, podemos definir el sistema financiero como el conjunto de mercados e intermediarios destinados a canalizar los recursos financieros entre los ahorradores e inversores, materializándose dichas transacciones a través de los productos financieros.

Esta caracterización nos permite diferenciar los tres componentes que integran el sistema financiero: productos o instrumentos, mercados e intermediarios. Los cuales enlazan las decisiones de cambio de recursos entre ahorradores y deudores-acreedores, conciliando precios, tipos de interés, tipos de cambio y otras condiciones de mercado, supervisado todo ello por instituciones financieras nacionales e internacionales: bancos centrales, comisiones supervisoras, entre otras.

Capítulo II. Evolución del Sistema Monetario Internacional.

Las últimas décadas del siglo XX fueron escenario de cambios significativos en el panorama mundial. Las sociedades nacionales fueron sorprendidas por una serie de fenómenos, aparentemente nuevos, y que agrupados bajo la etiqueta de globalización, pusieron en cuestión muchas de las ideas recibidas sobre el funcionamiento del mundo.

Hasta antes de la depresión de los años treinta nadie parecía tener dudas sobre la capacidad de los Estados para regular y controlar sus economías nacionales. Desde entonces todo parece haberse transformado. Para muchos hoy no cabe duda que los mercados determinan los límites de la política. Dicho de otro modo, la globalización de la economía estaría erosionando uno de los fundamentos del Estado nación: su capacidad para generar o controlar variables ligadas al crecimiento económico.²⁴ Así, una parte de su poder se habría evaporado en un sistema difuso e incontrolable²⁵ en donde la política económica de cada país está sujeta al control y escrutinio externo del que dependen muchas de las decisiones económicas fundamentales.

Existen diversas explicaciones para este fenómeno que, desde distintas perspectivas, han tratado de dar cuenta del proceso de globalización de los mercados financieros. Con frecuencia se argumenta que, fundamentalmente, han sido los cambios en la tecnología²⁶ y el propio desarrollo del mercado²⁷ los que, con fuerza incontenible, han configurado el nuevo panorama del sistema financiero internacional.

²⁴ Petrella, Riccardo, "Globalization and Internationalization: The Dynamics of the Emerging World Order", en Boyer, Robert y Drache, Daniel (eds.). *States Against Markets: The limits of Globalization*, Londres-Nueva York, Routledge, 1996, p. 55.

²⁵ Strange, Susan. *The Retreat of the State. The Diffusion of Power in the World Economy*, Cambridge, Cambridge University Press, 1996. Col Cambridge Studies in International Relations, p. 189.

²⁶ La creación y desarrollo de complejos mecanismos de telecomunicación junto con los avances en la informática de los sistemas financieros habrían reducido significativamente los costos y las dificultades relacionadas con los movimientos de dinero en el mundo.

²⁷ Entre otros factores se menciona la nueva confianza adquirida por los inversionistas en la seguridad de las transacciones financieras internacionales; la rápida expansión en la demanda de servicios financieros internacionales que acompañaron al crecimiento de las empresas transnacionales en los años setenta; los excedentes de capital producto del *boom* petrolero de 1973; la generación de tasas de cambio flotantes en los años setenta. Helleiner, Erick, "From Bretton Woods to Global Finance: A World Turned Upside Down", en Stubbs, Richard y Underhill, Geoffrey R. D. (eds.), *Political Economy and the Changing Global Order*, Londres, MacMillan, 1994, p. 165

El proceso de la globalización de los mercados financieros no habría sido resultado directo del orden financiero económico internacional de la posguerra.²⁸ Los arquitectos de Bretton Woods buscaron claramente promover la expansión del comercio internacional, pero explícitamente se opusieron a la creación de un orden financiero internacional liberalizado.²⁹ De hecho a lo largo de los años cuarenta y cincuenta los Estados mantuvieron políticas financieras restrictivas.³⁰ Este sistema habría sido, sin embargo, rebasado por los hechos generando un auténtico mercado internacional fuera del control de los Estados y las instituciones financieras internacionales.

Desde entonces la incertidumbre ha avanzado y las perspectivas de desaceleración económica mundial, al finalizar el siglo, justifican una evaluación global de los resultados alcanzados en el curso de los ya más de 30 años de tipos de cambio flexibles y libertad de flujos de capital.

Hasta los años setenta Estados Unidos tenía el sistema financiero más desarrollado, sin apenas competidores y con riesgos limitados como consecuencia. Pero a partir de esta década las empresas comienzan a salir al exterior buscando mejores costos de producción y de financiación, surgiendo nuevos instrumentos y mercados financiero, dando lugar a una auténtica “revolución financiera” en la cual la globalización ocupa un lugar muy importante.

2.1. El Sistema Monetario Internacional.

El sistema monetario internacional (SMI) es el conjunto de instituciones, normas y acuerdos que regulan la actividad comercial y financiera de carácter internacional entre los países. Además regula los pagos y cobros derivados de las transacciones económicas internacionales. Su objetivo principal es generar la liquidez monetaria para que los negocios internacionales, y por tanto las contrapartidas de pagos y cobros en distintas monedas nacionales o divisas, se

²⁸ Como es bien conocido, la conferencia de Bretton Woods estableció originalmente un sistema que habría estado conformado por tres instituciones: El Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial para la Reconstrucción y Fomento (Banco Mundial) y una Organización Internacional del comercio. Esta última nunca fue constituida y su lugar fue ocupado parcialmente por el Acuerdo General de Aranceles Aduaneros y Comercio (GATT). No fue sino hasta 1994 que se creó la Organización Mundial del Comercio.

²⁹ Helleiner, Erick, “From Bretton Woods to Global Finance: A World Turned Upside Down”, en Stubbs, Richard y Underhill, Geoffrey R. D. (eds.), *Political Economy and the Changing Global Order*, Londres, MacMillan, 1994, p.p. 163-165.

³⁰ Helleiner, Erick, *op. cit.* p.p 51-77.

desarrollen en forma fluida.³¹ Las principales funciones del sistema monetario internacional son: ajuste, liquidez, gestión, confianza y establecimiento de tipos de cambio.³²

- Ajuste: corregir los desequilibrios reales medidos por las balanzas de pagos que afectan a las relaciones entre las divisas.
- Liquidez: decidir los productos de reserva, formas de crearlos y posibilidad de cubrir con ellos los desequilibrios en una balanza de pagos.
- Gestión: repartir y atender competencias, centralizadas en organizaciones como el actual Fondo Monetario Internacional y los bancos centrales de cada país.
- Generar con las tres anteriores confianza en la estabilidad del sistema.
- Acordar los regímenes de tipo de cambio.

Dentro de la función para acordar los regímenes de los tipos de cambio, es decir, los mecanismos por medio de los cuales se fijan los tipos de cambio, son el factor más discutido y variable; concretamente, en las últimas décadas se ha discutido en torno a tres modelos: un sistema de tipos de cambio flexibles, en el que los precios de cada divisa son determinados por las fuerzas del mercado; un sistema de tipos de cambio fijos; y otro sistema mixto de tipos de cambio flotante, en el que el valor de algunas monedas fluctúa libremente, el valor de unas monedas es el resultado de la intervención del Estado y del mercado, y el de otras monedas es fijo con respecto a una moneda o a un grupo de monedas.

Un SMI empieza a existir cuando se pasa de relaciones económicas bilaterales a una estructura que, además de reunir el carácter de internacional, es susceptible de acuerdos o imposiciones multilaterales.

La necesidad de un SMI se hizo evidente cuando se empezaron a dar dos condiciones: un elevado grado de internacionalización de la economía y la aparición del papel moneda como medio de pago. Ambas se manifiestan ya con claridad hacia 1870, momento en que se empieza a desechar como medio de pago el uso de los bienes y a generalizar la utilización del papel moneda.³³ Es entonces cuando se extiende la idea de que resulta indispensable contar con unas reglas de valoración de las distintas monedas, e incluso cuando empiezan a

³¹ Cfr. Krugman, Paul y Obstfeld, Maurice, *Economía internacional, teoría y política*, España, Madrid, MCGRAW HILL, 2006, esp. p. 527.

³² Cfr. Valera Parache, Manuel y Félix, *El Sistema Monetario internacional. Presente y Futuro*, México, 1974, Editorial Planeta. esp. p. 60.

³³ Marichal, Carlos, "Nueva historia de las grandes crisis financieras, una perspectiva global, 1873-2008", editorial DEBATE, México 2010.

independizarse las decisiones gubernamentales que en siglos pasados configuraban los sistemas monetarios nacionales y el funcionamiento de un sistema monetario realmente internacional.³⁴

El sistema monetario internacional al igual que el sistema financiero está estructurado para facilitar las relaciones monetarias entre países; es decir, los pagos y cobros derivados de las transacciones económicas internacionales. Así mismo la necesidad de un SMI se deriva de que las transacciones internacionales como el comercio, las transferencias y las inversiones, se realizan con diferentes monedas nacionales ligadas a la realidad económica de cada país y a la confianza que ello genera en el resto del mundo, cuyas medidas son los precios relativos o tipos de cambio de cada moneda. Las operaciones entre las monedas que se utilizan como contrapartida de dichas transacciones reales o financieras se realizan en el mercado cambiario y dependen de la oferta y de la demanda de cada moneda, regulados a su vez por las intervenciones de los diversos bancos centrales que controlan las fluctuaciones de cada divisa.

La demanda de cada moneda depende de los extranjeros que desean usarla para comprar o invertir en la economía donde se utilice, mientras que la oferta procede de los agentes nacionales que quieren operar en el exterior. Un descenso del precio de mercado de una moneda es una depreciación; un aumento es una apreciación aunque en una economía donde existen tipos de cambio oficiales, es decir un régimen de cambios fijos, un descenso se denomina devaluación, mientras que un aumento se llama reevaluación.

Según Manuel Valera a finales de los años cincuenta surgieron las primeras críticas al sistema monetario y las primeras propuestas para su reforma. La mayor parte de estos planes de reforma fueron relevantes en su tiempo porque llamaron la atención sobre los defectos y problemas que presentaba la expansión del sistema. Se dieron pues unas propuestas para solucionar problemas como el de la liquidez, la cooperación entre bancos centrales, la ampliación del número de monedas en reserva, la creación centralizada de liquidez internacional, la elevación del precio del oro y diversas propuestas para mejorar el sistema de ajuste.³⁵

³⁴ Cfr. Valera Parache, Manuel y Félix, *El Sistema Monetario internacional. Presente y Futuro*, México, 1974, Editorial Planeta. esp. p. 92.

³⁵ Cfr. Valera Parache, Manuel y Félix, *El Sistema Monetario internacional. Presente y Futuro*, México, 1974, Editorial Planeta. esp. p. 93.

El sistema financiero ha sufrido grandes transformaciones a lo largo de los años. Durante el XX se presentaron tres cambios: aumentó la actividad de los bancos privados y de los bancos centrales; se generalizaron e internacionalizaron los mercados de deuda pública y las bolsas de valores; dichas expansiones financieras estuvieron acompañadas de crisis financieras las cuales se presentaron con mayor frecuencia.³⁶

Desde 1870 hasta la actualidad, se han utilizado diversos esquemas del sistema monetario internacional siendo básicamente tres: el patrón oro; el sistema de Bretton Woods, articulado institucionalmente en torno al Fondo Monetario Internacional y al Banco Mundial; y el régimen de flotación o tipos de cambio flexibles.

Los principales rasgos diferenciadores de cada modelo radican en la mayor o menor flexibilidad de los tipos de cambio resultantes, así como en el mecanismo de ajuste asociado a cada uno y en el funcionamiento de las instituciones de decisión y supervisión.

2.2. El patrón oro.

En 1870 los países compartían un patrón de oro puro hasta el inicio de la primera guerra mundial en 1914. Este patrón era la forma en que se organizaba el sistema financiero internacional en el siglo XIX. Durante este periodo las economías utilizaban el oro para definir su base monetaria.³⁷ Las principales características de dicho patrón son las siguientes:

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

³⁶ Comín, Comín Francisco, *Historia Económica Mundial de los Orígenes a la Actualidad*, primera edición, Madrid, Alianza, 2011, p.p. 436-500.

³⁷ Inglaterra se convertiría en la nación que abanderaría este sistema financiero, logrando que en 1900 casi todos los países del mundo lo hubieran aceptado.

En este contexto los tipos de cambio se determinaban de acuerdo con el contenido relativo de oro de sus respectivas divisas y los países se comprometían a convertir sus divisas en oro al precio establecido. El buen funcionamiento del patrón oro puro se debió al auge del capitalismo en esos años y a la falta de conflictos bélicos. Londres, Inglaterra era el centro de sistema monetario internacional lo que generó que las transacciones internacionales se realizaran generalmente no en oro sino en letras de cambio giradas a cargo de Londres.³⁸ El fenómeno anterior denota que la característica esencial del sistema monetario del siglo XIX y hasta 1914, fue la gradual sustitución de la moneda mercancía (oro y plata) por la moneda crédito (billetes de banco, depósitos bancarios, letras de cambio).

En los años del patrón oro la clave del SMI radicaba en el uso de las monedas de oro como medio de cambio, unidad de cuenta y depósito de valor. Los bancos centrales nacionales emitían moneda en función de sus reservas de oro, a un tipo de cambio fijo, pues expresaban su moneda en una cantidad fija de oro aunque a su vez pudieran establecer cambios con la plata o algún otro metal. Esto estimulaba el desequilibrio inicial entre países que tenían oro y los que no lo tenían; aunque con el tiempo el sistema tendió a ajustarse. La cantidad de dinero en circulación estaba limitada por la cantidad de oro existente.³⁹

En un principio, el sistema funcionaba porque la masa monetaria era suficiente para pagar las transacciones internacionales, pero a medida que el comercio y las economías nacionales se fueron desarrollando, se volvió insuficiente para hacer frente a los cobros y pagos.⁴⁰ Si las exportaciones de un país eran superiores a sus importaciones, recibía oro (o divisas convertibles en oro) como pago, y sus reservas aumentaban provocando a la vez la expansión de la base monetaria. El aumento de la cantidad de dinero en circulación corregía automáticamente el desequilibrio haciendo crecer la demanda de productos importados y provocando inflación, lo que encarecía los productos nacionales reduciendo sus exportaciones. Si el comercio exterior del país era deficitario, la disminución de las reservas de oro provocaba contracción de la masa monetaria y

³⁸ Cfr. Blaug Mark, *Teoría Económica en Retrospectiva, la Economía Anterior a Adam Smith*, México, Fondo de Cultura Económica, 1985.

³⁹ Lo que se pretendía era reducir la sobre emisión de moneda y con ello disminuir los principales problemas creados por dicha sobre emisión, como la inflación. Esta propuesta fue defendida por los economistas David Ricardo y Henry Thorton. Cfr. Krugman, Paul y Obstfeld, Maurice, *Economía internacional, teoría y política*, España, Madrid, MCGRAW HILL, 2006, esp. pp. 639-642, Tercera Edición. Cit. Para un estudio del patrón oro vigente en Inglaterra véase: El Sistema monetario Internacional.

⁴⁰ Screpanti Ernesto, Zamagni Stefano, *Panorama de Historia del Pensamiento Económico*, España, Ariel, 1997, p.p. 34-36.

reducía la demanda interior de bienes importados abaratando los productos nacionales en el exterior.

Pero el sistema tenía también serios inconvenientes. El país cuyo déficit exterior provocaba contracción de la masa monetaria sufría una fuerte reducción de su actividad económica, generando desempleo. Los países con superávit podían prolongar su privilegiada situación "esterilizando el oro", es decir, impidiendo que el aumento en sus reservas provocara crecimiento en la circulación monetaria e inflación.

Pese a ello el sistema no se encontraba exento de dificultades, como el crecimiento de la industria fuera de Inglaterra alentado por las políticas nacionalistas; la llegada de trigo barato de América y Rusia inicio y alentó las quejas de los agricultores e industriales en un sentido proteccionista y por último las necesidades financieras de los gobiernos, cuyos ingresos seguían dependiendo en gran medida de los aranceles externos.⁴¹

Así mismo mientras las economías industrializadas y los procesos industriales iban en ascenso se encontraron con la severa rigidez de la que disponía el modelo con respecto a los mercados, produciendo una disminución en la eficacia del mecanismo de precios, lo que a su vez ocasiono que las variaciones de renta pasaran a ocupar el primer lugar como los mecanismo de ajuste. Realmente el patrón oro creó divisas de reserva por la necesidad de economizar oro y tratar de reducir el problema de falta de liquidez.

Este sistema comenzó a llegar a su fin debido a la falta de liquidez y demás problemas ocasionados por la primera guerra mundial. A pesar de que los países en conflicto mantuvieron el patrón oro, en la práctica se apartaron de este por la expansión monetaria utilizada para financiar los gastos bélicos, ya que era inconsistente con la estabilidad cambiaria y de precios.

Al respecto Alma Chapoy se pregunta ¿cuál es la razón por la que el patrón oro se abandona? y concluye que al estallar la primera guerra mundial, en 1914, Estados Unidos y el Reino Unido suspendieron la libre circulación de oro a través de las fronteras debido a los gastos bélicos que la guerra implicaba por lo que las reservas de oro llegaron a ser tan solo una proporción mínima de los billetes en circulación, esto generó un patrón de papel moneda inconvertible.⁴²

⁴¹ García Ruíz, José Luis, "Patrón oro, banca y crisis (1875-1936), Una Revisión Desde la Historia Económica" *Cuadernos de estudios empresariales*, Madrid, 1992, nº 2, p.p. 57-85.

⁴² Cfr. Chapoy Bonifaz, A., *Economía financiera contemporánea*, México, PORRÚA, 2004. Cit. El sistema financiero internacional. En E. y Correa.

De ahí que los principales países abandonaran el patrón oro durante la primera guerra mundial, para financiar parte de sus gastos militares imprimiendo dinero. A consecuencia de la guerra, la fuerza de trabajo y la capacidad productiva se redujeron considerablemente, lo que hizo subir los precios. El recurso generalizado al gasto público para financiar la reconstrucción provocó procesos inflacionarios, agravados por aumentos de la oferta monetaria.⁴³

Ya concluida la guerra y durante las conferencias de Bruselas y de Génova⁴⁴ se activa de nuevo el patrón oro con la finalidad de regresar el equilibrio económico perdido con el conflicto bélico así como de economizar el oro en dos vertientes:

Patrón lingote oro. Se suspende la circulación libre de monedas de oro que se concentraron en los bancos centrales, limitando su venta a fines específicos.

Patrón cambio oro. Los países que carecían de suficiente oro incluyeron en sus reservas la divisa del país con el que tenían la mayor parte de sus relaciones económicas y fijaron el tipo de cambio de la moneda nacional en términos de esa divisa.

La vuelta al patrón oro tras la guerra agravó la situación de recesión mundial, aunque en el periodo de entreguerras, por la aparición relativa de la potencia estadounidense, a partir de 1922 se otorgó junto al oro un papel importante tanto a la libra como al dólar, consagradas como instrumentos de reserva internacional. Si bien las devaluaciones de ambas y el retorno al proteccionismo impidieron que el patrón resistiera, los resultados se habían manifestado en inestabilidad financiera, desempleo y desintegración económica internacional.

Tanto Estados Unidos como Inglaterra fueron los principales defensores de este sistema ya que el dólar y la libra esterlina fueron las divisas clave. Con el fin de la segunda guerra mundial Estados Unidos se convirtió en el primer acreedor del mundo, marcando su superioridad económica frente a Inglaterra.

Entre 1924 y 1929 los países parecían haberse recuperado, pero el “martes negro”, del 29 de octubre de 1929, estalló la crisis por la quiebra

⁴³ En el periodo de entreguerras hubo un retorno parcial y no exitoso al patrón oro, conocido como patrón cambio oro, en el cual solo las autoridades monetarias podían intercambiar moneda local por oro. La difusión del patrón cambio oro, bajo el cual los bancos centrales mantenían como reservas internacionales además del oro, monedas vinculadas a ese metal, amplió el tipo de activos a través de los cuales se financiaban el déficit de balanza de pagos.

⁴⁴ Llevada a cabo en 1922 y donde se reunieron 34 países con el objetivo de reorganizar el sistema monetario internacional sobre una nueva base: se establece la equivalencia entre la unidad monetaria del país y el oro, pero con la restricción de convertibilidad de las monedas en oro.

del mercado de valores de Nueva York, conocida como la Gran Depresión. La crisis generó un círculo vicioso⁴⁵ debido a que bajó la demanda de los consumidores, lo que contrajo la producción, y muchos obreros fueron despedidos.

El desempleo contrajo aún más la demanda y la producción, lo que a su vez aumentó aún más el desempleo, elevándose el número de personas sin trabajo en 25% de la fuerza de trabajo norteamericana. Los impuestos establecidos para ayudar a tanta gente sin trabajo mermaron los ingresos de los contribuyentes y con ello redujeron aún más el nivel de la demanda y de la producción. Por otra parte los bancos sufrieron retiros masivos de depósitos y empezaron a suspender pagos y a quebrar.⁴⁶

Los efectos de la crisis hicieron que se robusteciera el espíritu nacionalista y la rivalidad entre los países, estableciendo restricciones al comercio exterior y a los movimientos de capital, mediante políticas proteccionistas. Además, entre 1929 y 1933 el comercio mundial descendió una tercera parte de su valor y dos tercios de su volumen y se desató una hiperinflación. El impacto de la Gran Depresión hizo que la mayoría de los países adoptaran patrones de papel moneda inconvertible, manejados por las autoridades monetarias de acuerdo con las políticas económicas de cada país.⁴⁷ Ya en 1931 sólo quedó el dólar como moneda convertible en oro, a efectos de transacciones entre los bancos centrales.

Este sistema desapareció con la Gran Depresión iniciada en 1929, a la cual le siguieron experimentos con tipos de cambio flotantes, devaluaciones competitivas, restricciones al comercio para promover el empleo interno y controles directos sobre los pagos internacionales para lograr el equilibrio externo.

2.3. El sistema de Bretton Woods.

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

⁴⁵ Al disponer de menos dinero se restringía la producción y el empleo, al reducirse éstos, había menos dinero que gastar.

⁴⁶ Cfr. Krugman, Paul y Obstfeld, Maurice, *Economía internacional, teoría y política*, España, Madrid, MCGRAW HILL, 2006, esp. pp. 639-642, Tercera Edición.

⁴⁷ Cfr. Lelart Michael, *El Sistema Monetario Internacional*, Editorial Acento, 1996.

los movimientos de capital y a las barreras que obstaculizaban el comercio internacional. Los problemas de posguerra hicieron necesario el establecimiento de un sistema de pagos que promoviera la recuperación económica y el crecimiento del comercio mundial.

Tras la segunda guerra mundial y teniendo en cuenta la experiencia traumática de la Gran Depresión de 1929, el nuevo orden financiero que se crea lo hace sobre tres grandes bases: “La primera, una gran desconfianza hacia las finanzas y los financieros; la segunda, el recelo hacia los desequilibrios que pueden generar la libre circulación de los recursos financieros a nivel internacional; la tercera, la conveniencia de preservar la estabilidad de los sistemas bancarios”.⁴⁸

Después de más de dos años de preparativos, consultas y negociaciones, el 22 de julio de 1944 en el Hotel Mount Washington ubicado en un poblado en las afueras de Bretton Woods, estado de New Hampshire, las delegaciones de 44 países aprobaron las actas constitutivas del FMI y el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento, BIRF (hoy Banco Mundial). Ambas instituciones constituyeron el marco regulatorio del Sistema Monetario Internacional bajo el sistema de paridad de tipos de cambio fijos pero ajustables; objetivo fundamental en la creación del nuevo orden económico internacional.

En la discusión de reforma el sistema monetario internacional el norteamericano Harry Dexter White, mantuvo sendas discusiones con el británico John Maynard Keynes. La propuesta del Plan *Keynes* se centraba en la creación de un banco rector de todos los bancos centrales con el objetivo de financiar la reconstrucción y el desarrollo de los países. En el cual, el banco sería la moneda de curso legal internacional.⁴⁹ En contraste, el Plan *White* proponía que el BIRF se integrara por capital suscrito de los gobiernos y su objeto sería financiar la reconstrucción de los países afectados por la segunda guerra mundial y para promover el desarrollo de los países. El plan *White* también proponía la creación de un Fondo de Estabilización Monetario Internacional (FMI), constituido por los países aliados. Dicho fondo debería tener la capacidad de ofrecer préstamos temporales a los países deficitarios, para permitirles corregir sus desequilibrios en la balanza de pagos, sin necesidad de modificar su tipo de cambio.⁵⁰ Finalmente prevaleció el plan norteamericano que sirvió de base a los históricos acuerdos de Bretton Woods, signo inequívoco del predominio económico de Estados Unidos.

⁴⁸ Cfr. Torrero Mañas, A., *Revolución en las finanzas*, Marcial Pons, 2008, p. 120

⁴⁹ Cfr. Lelart Michael, *El Sistema Monetario Internacional*, Editorial Acento, 1996, p. 5

⁵⁰ Cfr. Urquidí L. Victor, “Bretton Woods: un recorrido por el primer cincuentenario”, Comercio Exterior, México, 1994, vol. 44 n° 10 p.21

Así el FMI se constituyó con aportaciones en oro y en monedas nacionales, además se estableció un sistema de votación el cual estaría dentro de seno del consejo y a su vez las votaciones estarían relacionadas con la importancia de cada país y su peso en la economía mundial. El número de votos emitidos por los miembros estaría relacionado directamente al nivel de aportación, serían aquellos con una mayor presencia dentro del FMI.

Las funciones asignadas al FMI,⁵¹ según su convenio constitutivo fueron las siguientes:

- Facilitar la expansión y el crecimiento equilibrado del comercio internacional y contribuir con ello a promover y mantener altos niveles de ocupación e ingresos reales y a desarrollar los recursos productivos de todos los países asociados como objetivos primordiales de política económica;
- Promover la estabilidad de los cambios, asegurar que las relaciones cambiarías entre sus miembros sean ordenadas y evitar las depreciaciones con fines de competencia;
- Ayudar a establecer un sistema multilateral de pagos para las operaciones en cuenta corriente efectuadas entre los países asociados y a eliminar las restricciones cambiarías que estorban el crecimiento del comercio mundial;
- Infundir confianza a los países miembros al poner a su disposición los recursos del fondo en condiciones que lo protegieran, dándoles así ocasión de corregir los desajustes de sus balanzas de pagos sin recurrir a medidas que destruyeran la prosperidad nacional e internacional;
- De acuerdo con lo anterior, reducir la duración y la intensidad del desequilibrio de las balanzas de pagos de los países asociados.

En el caso del BIRF⁵², éste inició operaciones en 1947, pero fue hasta 1948 que comenzó a financiar por completo proyectos así como programas de desarrollo económico, siendo la principal fuente de financiamiento para países en desarrollo.

Desde un principio, se reconoció la influencia de Estados Unidos en la provisión de los fondos del banco, y como consecuencia de ello, se dio directa injerencia en su dirección a banqueros de ese país. Los cometidos del BIRF no

⁵¹ Aguirre C., María Teresa, "Controversia White-Keynes" en Girón, Alicia y Correa, Eugenia. *Mercados Financieros Globales: Desregulación y Crisis Financieras*. México, 1999.

⁵² En Bretton Woods se aprobó la creación del BIRF, la primera institución que más tarde, con la Corporación Financiera Internacional (CFI), la Asociación Internacional de Fomento (AIF) y el Centro Internacional de Arreglos en Diferencias Relativas a Inversiones (CIADI), también acordadas en Bretton Woods como comisiones especiales, constituyen lo que hoy se denomina genéricamente Banco Mundial.

eran tan claros como los del Fondo. Los propósitos de reconstrucción, desarrollo y estabilización se mezclaban. Después de breves discusiones se asignó como principal objetivo del banco la reconstrucción, y finalizada ésta, el "fomento", que luego se leyó como desarrollo. El capital del Banco Mundial fue suscrito por todos los países, su monto inicial fue de 10,000 millones de dólares, cantidad que resultaba muy pequeña comparada con las necesidades mundiales.⁵³

Entre los acuerdos que se adoptaron se pueden destacar dos: el establecimiento de un sistema de tipos de cambios fijos pero ajustables entre las monedas de los diferentes países y la adopción del dólar como instrumento de reserva, medio de pago y unidad de cuenta internacional. De esta forma, los tipos de cambio se expresarían en oro o en dólares de Estados Unidos, según peso y ley vigentes al 1 de julio de 1944. La relación entre los valores en oro de dos monedas determinaban el tipo de cambio oficial o paridad entre ellas, en torno al cual sólo se permitía una fluctuación del +/-1%.⁵⁴ Ello implicaba que la administración estadounidense se comprometía a garantizar la convertibilidad de su moneda en oro a un precio fijo, mientras el resto de los países garantizaban la convertibilidad de sus monedas en dólares, obligándose igualmente a intervenir en los mercados de divisas cuando los tipos de cambio de sus monedas se aproximaran a esos límites superior e inferior de fluctuación. Para ello era necesario disponer de un volumen mínimo de reservas en oro o divisas y, en determinadas circunstancias, acceder a la asistencia financiera del FMI.⁵⁵

El objetivo principal de la Conferencia de Bretton Woods fue generar la liquidez monetaria (mediante reserva de oro, materias primas, activos financieros de algún país, activos financieros supranacionales) para que los negocios internacionales, y por tanto las contrapartidas de pagos y cobros en distintas monedas nacionales o divisas, se desarrollaran en forma fluida.

El sistema monetario exigía una importante disciplina de los países miembros. "El sistema creado en Bretton Woods establecía unos tipos de cambio fijos en relación al dólar y un precio invariable del dólar en oro, 35 dólares la onza. Los países miembros mantenían sus reservas principalmente en forma de oro o dólares, y tenían el derecho de vender sus dólares a la Reserva Federal a cambio de oro al precio oficial".⁵⁶ El sistema monetario estuvo regido por un patrón dólar-

⁵³Cfr. Aguirre C., María Teresa, "Controversia White-Keynes" en Girón, Alicia y Correa, Eugenia. *Mercados Financieros Globales: Desregulación y Crisis Financieras*. México, 1999.

⁵⁴ Cfr. Urquidí L. Victor, "Bretton Woods: un recorrido por el primer cincuentenario", Comercio Exterior, México, 1994, vol. 44 nº 10 p.21

⁵⁵Cfr. Ontiveros, E., *Sin orden ni concierto, medio siglo de relaciones monetarias internacionales*, Escuela de Finanzas Aplicadas, 1997, p. 19.

⁵⁶ Cfr. Krugman, Paul y Obstfeld, Maurice, *Economía internacional, teoría y política*, España, Madrid, MCGRAW HILL, 2006, esp. pp. 648-649.

oro, ya que el dólar era la moneda hegemónica que podía ser utilizada como reserva y que funcionó hasta 1972 como casi verdadera moneda universal.

En los años de entreguerras muchos gobiernos habían recurrido a devaluaciones competitivas y a restricciones comerciales con el fin de reducir el desempleo interno. Estas medidas perjudicaron a todos los países. En contraposición a esa actitud, en Bretton Woods el equilibrio interno⁵⁷ se consideró el objetivo fundamental de la política gubernamental. Se esperaba que la disponibilidad de crédito en el FMI hiciera innecesario que los países miembros registraran un alto desempleo por buscar que el equilibrio externo y que no interfirieran con las corrientes comerciales por buscar el equilibrio interno.⁵⁸

Asimismo, hay que tener en cuenta que en la estructura original de los acuerdos no figuraba la liberalización de las corrientes internacionales de capital, “porque se consideraba que la movilidad del capital no era compatible con la estabilidad de las monedas y con la expansión del comercio y del empleo.”⁵⁹ Incluso en el artículo VI se permitía recurrir a controles de capital, siempre que no afectaran a las transacciones corrientes de bienes y servicios. Se consideraba que los movimientos de capital a corto plazo eran fundamentalmente especulativos y generaban inestabilidad en el intercambio comercial. En definitiva, la “clave del éxito del sistema de Bretton Woods fue haber montado explícitamente un control de capitales y de cambios muy estricto, tanto a escala internacional como a escala interna. De ello resultó la característica esencial de esa época: una movilidad de los capitales financieros muy reducida, tanto en el interior de los países como en el ámbito internacional.”⁶⁰

Si las compras de mercancías de su país eran superiores a las ventas, esa economía demandaba más divisas que la cantidad de moneda nacional demandada por los extranjeros. Eso presionaba hacia la depreciación de la respectiva divisa, y el banco central debía intervenir para evitar la fluctuación en los tipos de cambio, vendiendo divisas de sus reservas a cambio de su moneda. La solución era sólo válida a corto plazo, porque las reservas de divisas eran limitadas.

Si las causas del déficit por cuenta corriente permanecían a largo plazo, el país debía devaluar. Cuando las dudas sobre la estabilidad de una moneda generaban expectativas de devaluación o reevaluación, la oferta o la demanda de esa moneda en los mercados de divisas presionaba con tanta fuerza que obligaba

⁵⁷ Pleno empleo con estabilidad de precios.

⁵⁸ Cfr. Eatwell, J., *CEPA Working papers*, USA, octubre de 1996, esp. Serie 1, Nº 1. Cit. International capital liberalization: The impact on world development.

⁵⁹ UNTAD, 2001: 57. *Informe sobre el comercio y el desarrollo, 2001. Hacia la reforma de la arquitectura financiera internacional: ¿qué camino seguir?*

⁶⁰ Jetin, 2005: 13. JETIN, B. (2005): *La Tasa Tobin*, Barcelona, Icaria.

al reajuste. Al confirmarse las expectativas, los especuladores obtenían beneficios, por lo que el sistema incentivaba la especulación. Pero el problema más grave fue que la expansión del comercio internacional requería una gran liquidez que no podía seguir dependiendo de los Estados Unidos.

En un ambiente de tipos de cambio fijos y de movilidad del capital muy limitada, los gobiernos se preocuparon por poseer suficientes reservas monetarias internacionales, en especial dólares. La meta externa fue entonces adquirir tantos dólares como fuera posible a través de superávit en la balanza de pagos.

La disciplina monetaria consistió en que los tipos de cambio fueron fijos respecto al dólar y éste último lo fue respecto al oro.⁶¹ Si un banco central, distinto de la Reserva Federal de Estados Unidos, llevaba a cabo una excesiva expansión monetaria, perdería sus reservas internacionales y, al final sería incapaz de mantener la paridad de su moneda frente al dólar.

Por su parte, un gran crecimiento monetario en los Estados Unidos conduciría a la acumulación de dólares por parte de los bancos centrales de los otros países, la misma Reserva Federal restringiría su expansión monetaria a causa de la obligación de respaldar los nuevos dólares por oro. El precio oficial de la onza de oro a 35 dólares servía como último freno a la política monetaria estadounidense, dado que ese precio aumentaría si se crearan demasiados dólares. En cualquier caso, los tipos de cambio fijos se consideraban un recurso para imponer la disciplina monetaria en el sistema.⁶²

2.4. El régimen de cambios fijos.

La recuperación económica de los países de Europa occidental, el restablecimiento en ellos de la convertibilidad en 1958 y la consiguiente mayor movilidad del capital internacional, despertó el temor de que el FMI no tuviera recursos suficientes para manejar los problemas de los grandes países miembros. En 1960 se crearon los Acuerdos Generales de Préstamo (AGP), para capacitar al Fondo a movilizar más recursos de Estados Unidos, Canadá, Japón, Reino Unido, República Federal Alemana, Francia, Italia, Suecia, Países Bajos y Bélgica.

⁶¹ Como se recordará, a partir de 1945 inició la hegemonía del dólar, puesto que Estados Unidos fue el vencedor militar, político y económico de la Segunda Guerra Mundial.

⁶² Cfr. Krugman, Paul y Obstfeld, Maurice, *Economía internacional, teoría y política*, España, Madrid, MCGRAW HILL, 2006, esp. p. 649.

A mediados del siglo pasado, al concluir el periodo de "escasez de dólares"⁶³ algunos bancos centrales extranjeros especialmente el de Francia empezaron a usar sus crecientes tenencias de dólares para comprar oro al precio oficial, a las autoridades estadounidenses.

En 1960, Robert Triffin⁶⁴ llamó la atención sobre el hecho de que una vez que las tenencias extranjeras oficiales de dólares fueran muy grandes en relación al valor oficial de la reserva de oro estadounidense, sería imposible satisfacer la demanda extranjera de oro sin elevar el precio de ese metal. Triffin predijo que la explosión de las reservas en dólares en poder de bancos centrales extranjeros y la consiguiente falta de confianza mermaría la estabilidad del sistema de Bretton Woods.

Desde finales de los años cincuenta habían surgido diferentes propuestas para solucionar la falta de liquidez internacional resultante de la insuficiencia de reservas de oro que garantizaran la convertibilidad del dólar. La propuesta que se hizo realidad fue la de crear un activo de reserva artificial, los Derechos Especiales de Giro (DEG) que en 1969 fueron distribuidos a los países miembros en proporción a sus cuotas en el FMI; al utilizar sus DEG, el país en cuestión adquiere monedas convertibles de otro país miembro, con el pago de intereses sujeto a condiciones más favorables que los giros normales contra el FMI.

Pero el problema paso a ser que no todos los países tenían igualdad de derechos y obligaciones, lo que unido a los propios problemas norteamericanos⁶⁵ hizo que Estados Unidos suspendiera en 1971 la convertibilidad del dólar en oro, dando lugar a ajustes cambiarios que llevaron a la ruptura de uno de los principales pilares del SMI surgido en Bretton Woods, a consecuencia de la falta de liquidez y de confianza así como de la necesidad de un ajuste cambiario.

En agosto de 1971, tras una serie de violentos ataques especulativos contra el dólar, el presidente de Estados Unidos, Richard Nixon, puso fin a la convertibilidad del dólar con el oro.⁶⁶ El valor del dólar estaba establecido en relación con una cantidad de oro fija y Estados Unidos se comprometía a comprar los dólares a cambio de oro a ese precio. El comercio internacional se realizaba fundamentalmente en dólares y Estados Unidos garantizaba liquidez internacional

⁶³ La escasez de dólares se refiere al periodo que siguió inmediatamente al fin de la segunda guerra mundial, cuando la balanza de pagos de Estados Unidos registró un fuerte y persistente superávit, debido a las cuantiosas exportaciones de mercancías que hacía a Europa. En tales circunstancias, ese continente experimentó "escasez de dólares" para pagar sus importaciones. El problema se fue resolviendo con ayuda de emergencia proporcionada por Estados Unidos, Pero sobre todo con el Plan Marshall.

⁶⁴ Cfr. En Alma Chapoy Bonifaz. *El sistema financiero internacional*. P. 70

⁶⁵ Malas cosechas, efectos inflacionistas de la guerra de Vietnam, necesidad de devaluar el dólar, así como desequilibrios en la balanza de pagos, un déficit creciente y acumulaciones de capital, hicieron que Estados Unidos fuera incapaz de mantener sus compromisos con el FMI.

⁶⁶ Roger LeRoy, Miller, Pilsinelli, Robert, *Moneda y Banca*, segunda edición, Bogotá, Mc GrawHill, 1997.

inundando el mercado con su moneda. Hacia finales de los sesenta era tal la cantidad de dólares fuera de Estados Unidos, que este país sólo podía respaldar, al tipo de cambio establecido en oro, uno de cada diez que circulaban en el mundo.⁶⁷

En el llamado Acuerdo Smithsoniano⁶⁸ de diciembre 1971(en un intento por salvar dicho sistema de paridades), se reconoció oficialmente la devaluación del dólar (8.75%) y se revaluaron las divisas de los restantes países del G-10 (Estados Unidos, Canadá, República Federal Alemana, Japón, Reino Unido, Francia, Italia, Países Bajos, Bélgica, Suecia.) con lo cual se establecieron nuevos tipos de cambio fijo para las diez monedas más importantes del mundo capitalista. En el acuerdo de Bretton Woods se permitía una fluctuación de 1% de los tipos de cambio (hacia arriba o hacia abajo), en el Smithsoniano ese margen se amplió a 2.25% alrededor de las nuevas paridades. Por su parte, algunos países europeos decidieron mantener márgenes más estrechos de fluctuación entre sus respectivas monedas, creando para ello un efímero sistema conocido como "la serpiente en el túnel".⁶⁹

Esta medida resultó de enorme trascendencia pues trajo consigo la ola de liberalizaciones de los sistemas bancarios locales y de los movimientos internacionales de capital. Desde ese momento⁷⁰ la cooperación internacional en materia de política económica prácticamente dejó de existir. Los acuerdos que se firmarían en los años posteriores y las sucesivas Cumbres de los países del G7 y del G10⁷¹ intentarían coordinar esta política económica con resultados bastante deficientes en el SMI y en el bienestar mundial.

Durante un par de años más el SMI siguió teniendo formalmente al dólar como patrón, sin embargo el patrón oro-dólar culminó en 1973, dado que Estados Unidos violó el principio de emisión monetaria (por cada onza de oro emitió más de 35 dólares) por lo que se decidió permitir la libre flotación de las monedas en los mercados de divisas. El Acuerdo Smithsoniano tampoco pudo sostenerse y en

⁶⁷ El presidente Nixon inició un programa económico para resolver el problema de la sobrevaloración del dólar, en el cual se incluía: la suspensión de la convertibilidad del dólar en oro; hubo un incremento del 10% a la tasa en las importaciones; y una congelación de 90 días de salario y de los precios para que de esta manera se frenaran las expectativas inflacionarias.

⁶⁸ Pi Anguita, Joaquín, "El sistema de Bretton Woods y el Acuerdo Smithsoniano". Economía Internacional, México, diciembre 2003.

⁶⁹ Fue el primer intento de cooperación monetaria europea en la década de 1970, con el objetivo de evitar las fluctuaciones entre las diferentes monedas europeas. Fue un intento de crear una banda de moneda única para la Comunidad Económica Europea (CEE), fundamentalmente vinculando todas las monedas de la CEE entre sí.

⁷⁰ Cfr. Chapoy Bonifaz, A., *Economía financiera contemporánea*, México, PORRÚA, 2004. Cit. El sistema financiero internacional. En E. y Correa.

⁷¹ El G7 son: Alemania, Canadá, Francia, Estados Unidos, Reino Unido e Italia. El G10 que en realidad son 12 incluye además de los anteriores a Bélgica, Luxemburgo, Países Bajos, Suecia, y Suiza.

los primeros meses de 1973 se inició la flotación de las principales divisas, aunque los países subdesarrollados siguieron vinculando sus monedas al dólar o a las monedas de otros países desarrollados.

2.5. El régimen de flotación.

El abandono de los tipos de cambio fijos (patrón dólar-oro) implicó que los regímenes cambiarios en el mundo occidental pasaran de fijo a flotante, las tasas de interés se hicieron flexibles, generando una alta movilidad de capitales, puesto que empezaron a moverse hacia los centros financieros que les ofrecían mayores rendimientos, evidentemente, esto no sucedió mientras operó el sistema de tipos de cambio fijos, puesto que las tasas de interés eran estables.

Las condiciones desfavorables en la economía se acrecentaron cuando la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) realizó dos aumentos en los precios del petróleo, el primero en 1974 y el segundo en 1979, lo que fomentó el endeudamiento externo a corto plazo a dimensiones muy elevadas. El FMI y el BM quedaron como simples exportadores de la extrema volatilidad y del endeudamiento externo excesivo y de todas las crisis subsecuentes.⁷²

Entre tanto e instalado el mundo desde los años setenta en un patrón fiduciario, las reformas instrumentadas en el SMI desde el FMI no acabarían en la implementación de los DEG de 1969 para mantener tipos de cambio fijos. En 1975 hubo acuerdos para el aumento de las cuotas del FMI en un 32.5%, abolición del precio del oro y reajuste de las reservas de oro; y en 1978 hubo que pasar de tipos de cambio fijos a flexibles o múltiples con el fin de desmonetizar el oro, que desapareció como activo de reserva. Mientras que en 1992 el FMI se dotó del poder de suspender los DEG a los países que no cumplieran sus obligaciones.

Con el derrumbe del sistema de paridades de Bretton Woods el FMI tuvo que reajustarse en función de los desafíos que ello implicaba. De esta manera los objetivos centrales de regular el funcionamiento del SMI y ayudar a los países pobres con problemas en la balanza de pagos para los cuales estaba diseñado el FMI tuvieron que adecuarse para enfrentar los problemas de la crisis del petróleo en los setenta, la crisis de la deuda de los años ochenta y las perturbaciones de los mercados asiáticos emergentes en la década de 1990, el colapso de las

⁷² Cfr. Urquidí L. Víctor, "Bretton Woods: un recorrido por el primer cincuentenario", Comercio Exterior, México, 1994, vol. 44 n° 10 p. 6.

economías estatistas de Europa Oriental y los problemas de los países pobres muy endeudados.⁷³

Hoy el FMI está integrado por 188 países con cuotas por un valor de 368.000 millones de dólares y prestamos comprometidos por 213.000 m.d.d. de los cuales 162.000 millones permanecen sin girar. Dentro de los principales países prestatarios se encuentran: Grecia, Portugal e Irlanda.⁷⁴ Mientras que algunas voces claman por su desaparición, siguen siendo necesarias funciones que se le atribuyeron al nacer como fomentar la cooperación monetaria internacional, facilitar la expansión y el crecimiento equilibrado del comercio internacional, fomentar la estabilidad cambiaria, coadyuvar a establecer un sistema multilateral de pagos y poner a disposición de los países miembros con dificultades de balanza de pagos (con las garantías adecuadas) los recursos de la institución.

Con la caída del patrón monetario de Bretton Woods, se rompió el esquema financiero dominado por los tipos de cambio fijos, simultáneamente las tasas de interés también pasaron a ser flexibles, siendo esta, la primera causa para fomentar el proceso especulativo dentro del sistema financiero mundial. A la par, la creación monetaria privada también cobró importancia y junto con la emisión de dinero de carácter fiduciario (tarea realizada por el Estado) provocó que la circulación de dinero se hiciera superior a la producción manufacturera mundial (el flujo de dinero es superior al de mercancías). Este excedente de liquidez también ha fomentado la inversión extranjera especulativa, cuya consecuencia ha sido la mayor inestabilidad de los mercados financieros locales.⁷⁵

Todo esto trajo consigo un proceso de desregulación financiera que se puso en marcha a principio de los años ochenta. Así, en la actualidad los sistemas financieros locales corren el riesgo de ser contaminados por el volátil mercado mundial de capitales como producto de la flexibilidad de las tasas de interés en el mundo y por el exceso de dinero que circula a nivel mundial.

⁷³ Cfr. Fondo Monetario Internacional, *Libro 45 de Organización y operaciones financieras del FMI*, México, 2001, FONDO MONETARIO INTERNACIONAL.

⁷⁴ Cfr. Fondo Monetario Internacional, s.f. Cit. Recuperado en mayo de 2014 de www.imf.org/external/np/exr/facts/spa/glances.htm

⁷⁵ Cfr. Garrido, Celso y Peñalosa Webb, Tomás, *Ahorro y sistema financiero mexicano, diagnóstico de la problemática actual*, México, GRIJALVO/AUM-A, esp. pp. 66-71.

Capítulo III. Globalización, liberalización y desregulación financiera internacional.

En este apartado señalaremos las tendencias que los flujos internacionales siguieron después de Bretton Woods haciendo hincapié en la nueva configuración del sistema financiero y monetario internacional con el fin de argumentar cómo fue que la esfera real de la economía se separó de la esfera financiera, mediante el proceso de globalización y desregulación financiera.

En el mismo sentido se busca mostrar cómo los desajustes en la esfera de la producción y circulación se manifiestan con profundidad a raíz de la ruptura del sistema monetario internacional establecido en Bretton Woods en 1944.⁷⁶ Las crisis se enmarcan en la era posterior a Bretton Woods, que inicia en agosto de 1971, con lo que Toporowski denomina “la era financiera”⁷⁷, en la cual simplemente lo financiero toma el liderazgo del desarrollo del capitalismo por encima de las empresas industriales.⁷⁸

3.1 Movilidad del capital internacional.

La aceleración del proceso de globalización de la economía mundial, ocurrida en las últimas décadas del siglo XX, ha vinculado aún más la realidad interna de las naciones con su contexto externo. La expansión del comercio, las

⁷⁶ Gérard Destanne de Bernis (1999) señala al respecto que “la situación actual [de crisis] es el resultado de unos encadenamientos que se produjeron, lógicamente, a partir del momento en que la abundancia de liquidez llevó a que la lógica financiera tomara el lugar de la lógica productiva cuando se trató de mantener o aumentar la tasa de ganancia del capital. Al respecto Arturo Huerta (1998) ha señalado que la liberalización y desregulación de la economía han actuado en detrimento del ahorro interno y han aumentado las presiones sobre el sector externo. El problema del ahorro interno, afirma Huerta, se ha incrementado debido a que las políticas a favor de la entrada de capitales, tales como la reducción de la inflación, el saneamiento fiscal, las tasas de interés atractivas y la apreciación cambiaria, atentan contra el crecimiento del mercado interno, contra las ganancias de las empresas (domésticas) y los individuos.

⁷⁷ Cfr. Toporowski Jan, “una visión sobre la actual crisis de la crisis en la zona-euro”, Economía Informal, UNAM, n° 372 enero-febrero 2012.

⁷⁸ Cfr. Girón González, A., *Crisis financieras*, México, IIEC-UNAM, 2002.

operaciones transnacionales de las empresas, la integración de los mercados financieros en un gran mercado de alcance global, y el desarrollo alcanzado en el campo de la tecnología y de la información, han estrechado los vínculos entre los países y provocado profundos cambios en las reglas fundamentales del juego económico. Cada vez más los países tienden a organizarse en bloques para mejorar su capacidad de respuesta ante la competencia internacional y los mercados financieros no están ajenos a esta realidad. Su integración en un solo mercado global está sucediendo rápidamente; a la par, las empresas han asumido proporciones globales. En este sentido, los sectores financieros y sus estructuras, parecieron dejar su nicho nacional y se transformaron en el sector financiero global a través de la conformación de bancos globales.

El proceso de globalización financiera se ha convertido en uno de los rasgos centrales de la economía y la sociedad contemporánea. Dicho proceso es consecuencia de la apertura y desregulación de las economías y especialmente, de la liberalización de los movimientos de capital de corto plazo.

Desde 1971, cuando fue suprimido el sistema de paridades fijas definido en Bretton Woods en 1944, el sistema financiero se fue delineando en varios sentidos. En los años ochenta, la crisis de la deuda externa desencadenó una oleada de fusiones, bancarrotas y reestructuraciones de empresas. Estas transformaciones favorecieron la aparición y el desarrollo de una nueva generación de agentes financieros entre los inversionistas, firmas de corretaje y de administración de fondos de inversión, así como entre grandes compañías de seguro. El crac bursátil de 1987, permitió que tales cambios tomaran forma, quedando solamente las empresas lo suficientemente competitivas y con ventajas comparativas.

Entre los principales cambios ocurridos en los mercados financieros internacionales en las últimas décadas, podemos destacar⁷⁹:

1. El acortamiento de los plazos en depósitos e instrumentos financieros, y el desarrollo de un mercado secundario de títulos más activo.
2. La desaparición de las fronteras que separaban a la banca de depósito de la banca de inversión.
3. La consolidación de la actividad de los fondos de inversión con un alto grado de concentración de activos financieros en pocos administradores, quienes pueden mover grandes volúmenes de activos en muy corto plazo, desestabilizando monedas y economías (como sucedió en Inglaterra, México, Sudeste Asiático y Rusia).
4. Rápido crecimiento del volumen y tamaño de las transacciones financieras. El desarrollo de operaciones bancarias fuera de balance ha estrechado los vínculos entre distintos intermediarios financieros, concentrándose en unos cuantos el manejo de los mercados, lo cual ha fortalecido la tendencia a la conformación de grandes mega conglomerados financieros.
5. Profunda complejidad de los problemas de supervisión financiera y dificultad en la cualificación de los niveles de riesgo y las posibilidades de intervención de las autoridades financieras a pesar de las previsiones y la insistencia que mantienen los organismos financieros, tales como el Banco Internacional de Pagos Internacional, el FMI, y el Banco Mundial.
6. Un considerable aumento de la incapacidad de los estados nacionales para regular la actividad de los grandes conglomerados financieros en la supervisión de los niveles de riesgo de las distintas operaciones, dificultando las posibilidades que tienen las autoridades financieras de frenar las crisis financieras sistémicas.

⁷⁹ Cfr. Girón, Alicia y Correa, Eugenia. *Mercados Financieros Globales: Desregulación y Crisis Financieras*. México, 1999.

En pocas palabras, la liberalización financiera ha consistido en la desregulación de los mercados financieros globales, mediante los tipos de interés, la supresión de los controles sobre el crédito, la eliminación de las barreras a la entrada en el sector, el otorgamiento de una mayor autonomía a las instituciones financieras, la privatización de los bancos públicos, la apertura a los flujos de capital extranjero y en muchos casos, la flexibilización de las tasas de cambio.⁸⁰

Otra de las características de este proceso de desregulación financiera ha sido la generación de crisis financieras, bancarias y bursátiles que aquejan o han aquejado a muchos países. Desde la desaparición de los tipos de cambios fijos y del patrón oro, ni los gobiernos ni los organismos financieros internacionales han podido encontrar una salida al surgimiento de estas crisis, por supuesto, sin que esto quiera decir que la rigidez cambiaria haya evitado tales problemas.⁸¹ Así las crisis observadas en el siglo XX pusieron en evidencia la profunda asimetría existente entre un mundo financiero muy sofisticado, pero volátil, por un lado, y las instituciones que lo regulan a veces con dudosa capacidad y efectividad para actuar por el otro. Asimismo, se evidenció que la complejidad de los problemas financieros se transmiten entre países dada la interconexión de los mercados, la velocidad de las comunicaciones, así como la insuficiencia de la información que poseen los inversionistas sobre el comportamiento real de las economías, provocando el llamado efecto contagio.

Esto hace a los mercados financieros sensibles y proclives a sufrir un “comportamiento de rebaño” por parte de los inversionistas, con rápidos movimientos de salida y entrada de capitales, sobre todo de la experiencia aprendida en los países asiáticos en los años noventa que sugiere que la liberalización financiera en las economías emergentes debería emprenderse de manera aún más cautelosa de lo que se pensaba antes de las crisis. Hay

⁸⁰ Cfr. Camdessus, Michael, “De la Crisis a un crecimiento Nuevo”, IMF, 2002, en www.imf.com

⁸¹ Cfr. Krugman, Paul R. *De vuelta a la Economía de la Gran Depresión Virtual*. Grupo Editorial Norma. Bogotá, Colombia, 1999.

consenso en que debería seguirse un orden y un ritmo determinado en la liberalización para lograr un sector financiero liberalizado de forma transparente, y sujeto a una adecuada regulación estatal y supervisión bancaria. Asimismo, sugiere que la apertura financiera debe producirse primero en lo que respecta a los flujos de capital de largo plazo y después en lo relativo a los flujos de corto plazo.⁸²

La magnitud y la rapidez del proceso de globalización financiera y la sucesión de las crisis sistémicas⁸³ que han sacudido a las economías del mundo, han puesto de manifiesto la necesidad de introducir profundas reformas en los organismos financieros internacionales que permitan detectar movimientos financieros indeseados y faciliten el manejo de situaciones de crisis.⁸⁴

La interconexión de los mercados avanza con gran rapidez, introduciendo cambios en la fisonomía de los mercados financieros, así como en los bancos que operan nacional e internacionalmente. El banco comercial ha evolucionado hacia el banco universal y posteriormente hacia la configuración de conglomerados financieros con actividades diversas en los campos de los negocios, servicios e intermediación financiera.

La experiencia de las naciones que han tenido éxito en la gestión de la integración financiera sugieren la posibilidad de que los beneficios de este proceso sean de cierta importancia en los países en desarrollo, debido a que estos países pueden captar el creciente capital mundial disponible para incrementar las inversiones, pueden diversificar los riesgos, propiciar el crecimiento del consumo y

⁸² Cfr. Bustelo, Pablo, García Clara y Olivé Iliana. *¿Cómo afrontar la Globalización Financiera? Reflexiones sobre la Liberalización, Controles de Capital y Nueva Arquitectura Financiera Internacional*. Departamento de Economía Aplicada, Universidad Complutense, Madrid, 2000.

⁸³ Una crisis sistémica sucede cuando "todo el sistema en su conjunto entra en crisis", colapsa por incapacidad, por falta de acuerdos y por falta de instrumentos para resolver los problemas creados por su propia dinámica.

⁸⁴ Cfr. Raffer, Kuinibert, Las instituciones de Bretton Woods y las crisis monetarias y financieras, *Revista del Departamento de Economía*, Viena, nº 816, Universidad de Viena, junio-agosto 2004.

la inversión, alcanzar una mejor asignación de los recursos y fortalecer a los mercados financieros nacionales.

La globalización de los mercados financieros ha impulsado la cantidad de medios a través de los cuales se transmiten las crisis sistémicas, así como una reducción en la transparencia de los mercados. De allí, la importancia de las discusiones que se adelantan en los organismos financieros internacionales para la constitución de un nuevo orden financiero mundial, donde la supervisión y regulación en materia financiera y la divulgación de información más fidedigna y oportuna tenga un papel preponderante.

3.2 Globalización del sistema financiero.

Una de las características recientes más importantes de la economía mundial, dentro del proceso de globalización de los mercados, es la creación de esquemas económicos que por medio de la desregulación e integración de los sistemas financieros de distintos países facilitan el flujo de capitales.⁸⁵

Según Itzhak Swary y Barry Topf, el mercado de capital y de servicios de financiamiento se está volviendo cada vez más global, y las fronteras nacionales están desempeñando un papel siempre decreciente. “[...] Los sistemas bancarios nacionales se han visto expuestos a la competencia de los bancos extranjeros, al mismo tiempo que se les permite competir en los mercados extranjeros e internacionales. Un proceso de globalización de los mercados financieros en donde la desregulación ha sido a la vez causa y resultado de dicha globalización.

⁸⁵ Cfr. Huerta Moreno, G., *Gestión y estrategia*, esp. Nº 6, art. 7. Cit. La apertura del sistema financiero mexicano en el contexto de la desregulación financiera mundial. P. 1.

La desregulación bancaria ha sido una causa y un resultado de la globalización de los mercados financiero [...]”.⁸⁶

La desregulación tiene que ver con la globalización y con la secuencia de cambios que se han escenificado en las últimas décadas, dentro de los que destaca el inusitado auge tecnológico, en particular el caso de las telecomunicaciones que han permeado prácticamente a todas las actividades económicas y regiones del mundo. Es por ello que para abordar el fenómeno de desregulación resulta necesario entender el proceso de globalización, para establecer el contexto bajo el cual se impulsa la apertura económica.

Generalmente se considera a la globalización como una etapa más del capitalismo en su proceso de internacionalización, se le considera del mismo modo como una tendencia económica resultante del crecimiento de la capacidad productiva y de comercialización de grandes volúmenes de mercancías, que dan lugar al surgimiento de redes mundiales de comercio y de corrientes financieras a escala mundial.

De hecho, se dice que la globalización es el vehículo que ha posibilitado la integración funcional de mercados, geográficamente dispersos, aunque en esta visión se soslaye el carácter desigual e injusto entre los participantes de este proceso, en base a los términos de precios de intercambio.

La globalización financiera se define como “[...] la generación de una estructura de mercado caracterizada por el comercio de capitales a nivel mundial, por parte de agentes que consideran las actividades financieras nacionales e internacionales como parte integral de su actividad y que han representado una mayor diversificación y expansión de las fuentes y uso de fondos financieros, el incremento de la volatilidad de las tasas de interés es uno de los factores

⁸⁶ Cfr. Swary, I., & Barry, T., *La desregulación financiera global. La banca comercial en la encrucijada*, México, FONDO DE CULTURA ECONÓMICA, 2007. P. 10.

económicos que más importancia ha tenido en la explicación de la globalización financiera[...]⁸⁷

La desregulación ha sido causa y a la vez efecto de la globalización. En el ámbito financiero la desregulación se manifiesta en la mayoría de los casos en la liberación de tasas de interés, en la reducción de los requerimientos de reservas preventivas, en la eliminación de restricciones impuestas tanto a la participación extranjera en este sector financiero como a la prestación de servicios y al desarrollo de nuevos productos.

Al margen de estas visiones, no podemos dejar de destacar algunos de los principales motores que impulsan al complejo proceso de la globalización: el impresionante desarrollo tecnológico o también llamada la tercera revolución industrial científico-tecnológica; la supremacía y poderío alcanzado por las empresas transnacionales; la nueva división mundial del trabajo y el surgimiento del capital financiero transnacional y el despliegue del proyecto político de democracia liberal.

Dentro de los principales movimientos que han articulado y conformado el proceso de globalización se encuentran los siguientes:

- Desarrollo tecnológico de las telecomunicaciones: el avance tecnológico así como el permanente desarrollo de las telecomunicaciones, satélites y la cibernética, han impactado todos los ámbitos de la economía, acercado los grandes centros productores con los consumidores a escala mundial. En materia financiera, a partir de una pantalla electrónica, se pueden girar órdenes de compra-venta de mercancías y de servicios y transferir fondos de un país, región o continente a otro o bien realizar inversiones financieras más sofisticadas.
- La revolución tecnológica: eliminó el factor tiempo-distancia al permitir la transmisión de flujos de información en tiempo real (casi instantáneos) invadiendo al mundo y acelerando el proceso de globalización al contribuir

⁸⁷ Cfr. Correa, E., *Desregulación financiera internacional*, México, UNAM, TESIS DE DOCTORADO, 1996. P. 161.

a la interrelación de mercados geográficamente determinados. Esto produjo cambios sin precedentes porque dio la pauta a la desregulación de sistemas económicos y financieros; permitió la aparición y desarrollo de una variada gama de nuevos productos y servicios más sofisticados; elevó la eficacia en el manejo financiero ya que ofrece la posibilidad de comprar de manera libre y en tiempo real, sin comprometer a los productores a precios inamovibles del mercado e incluso convertir precios a futuro; estableció nuevas condiciones de competencia y aprovechamiento de ventajas comparativas mediante la disponibilidad y manejo de información.

- Desregulación y liberalización: eliminación total o parcial, gradual o acelerada de las barreras proteccionistas que caracterizan principalmente a los países en vías de desarrollo.

Para Paul Krugman,⁸⁸ ciertamente los mercados financieros internacionales están integrados en un grado sin precedente, gracias a las modernas comunicaciones y procesamiento de información. Sin embargo, se considera que los mercados internacionales de productos y de capital estaban altamente integrados desde finales del siglo pasado. Y si bien, no tan clara la diferencia económica entre realizar una transacción en un segundo vía computadora o una hora vía telégrafo. Lo que es claro es que gracias a los efectos de la liberación comercial, la eliminación de los controles de capital y la desregulación financiera, los mercados internacionales están ahora más integrados que en cualquier otra época.

Otro factor que ha estimulado la globalización financiera es el crecimiento del comercio mundial que durante varias décadas se ha constituido como factor detonador de la evolución y crecimiento de una banca multinacional, induciendo a una innovación permanente en cuanto a productos y servicios financieros que requieren cada vez más una compleja interrelación comercial y financiera.

Más allá de lo que uno u otro autor conceptualiza como globalización y desregulación financiera, durante las décadas de los setenta y ochenta comienza

⁸⁸ Cfr. Krugman, Paul y Obstfeld, Maurice, *Economía internacional, teoría y política*, España, Madrid, MCGRAW HILL, 2006, esp.

una liberalización de las barreras a la competencia económica y financiera en distintos mercados.⁸⁹

Aunque la liberalización de actividades financieras puede servir para apoyar el incremento en los flujos comerciales y de capital hay que mencionar, sin embargo, que en el proceso de globalización de los mercados financieros existen algunos riesgos, entre los que cabe destacar los siguientes:

- Se puede dificultar la supervisión encargada a los reguladores bancarios, lo que dificulta la detección en los balances bancarios de manejos fraudulentos.
- Se puede perder el control sobre los agregados monetarios de la economía, lo que vuelve difícil la conducción de una política monetaria independiente.
- Incrementar los riesgos y las posibilidades de pérdidas de capital. Cuando el mercado financiero se ha vuelto un sector fundamentalmente especulativo y puesto que el sistema financiero de cualquier país está fundado en la confianza que en él se tiene, aumenta la posibilidad de que se sucedan rachas de pánico, que incrementan el riesgo sistémico que pone en peligro incluso a instituciones sanas.

Es por eso que gran parte de los sistemas financieros del mundo se hayan logrado interconectar y están ahora inmersos en el proceso globalizador. Pese a la libertad otorgada dentro del sistema financiero internacional y a sus importantes aplicaciones, la globalización no deja de ser un fenómeno irreversible y poderoso, ya que gracias a él se han construido verdaderas redes mundiales. Sin embargo, también ha orillado a enfrentar serios desajustes en la economía real y ha generado efectos en cadena.

⁸⁹ Cfr. Correa, E., *Desregulación financiera internacional*, México, UNAM, TESIS DE DOCTORADO, 1996. P. 166

3.2.1. Liberalización financiera internacional.

Teniendo como base el incremento en los flujos internacionales de capital podemos analizar la forma en la que la globalización y desregulación financieras, dados los antecedentes mencionados, comenzaron a tomar mayor presencia a partir de la implementación en diversos países de las propuestas de políticas económicas del Consenso de Washington, y la consolidación de factores y actores que permitieron su funcionamiento.

La importancia del proceso de liberalización radica en que ésta es una variable causal de las crisis, al igual que la desregulación financiera por que ambos procesos estimulan la canalización de recursos hacia la especulación desviándolos de la inversión productiva y alterando el orden monetario mundial.⁹⁰

Se sostiene que los cambios en la forma de acumular capital obligaron a las economías de los países en desarrollo a aplicar reformas radicales como parte de sus programas de ajuste y estabilización, que implicaron un cambio drástico en la estrategia de crecimiento y desarrollo que hasta entonces se había seguido. A partir de ese momento, el eje del crecimiento sería el sector exportador y, a través de la política industrial se buscaría dinamizar las exportaciones, abandonando el viejo modelo sustitutivo de importaciones. En consecuencia, la desregulación económica (que implica liberalización comercial y financiera), y el retiro del Estado de las actividades económicas, permitiría la integración de la economía al mercado internacional en un contexto de globalización de los mercados financieros y de bienes.⁹¹

Consideraremos como punto de partida del proceso de liberalización al Consenso de Washington ya que a partir de este se considera que los mercados generan por sí mismos resultados eficientes. Al respecto, López González,⁹² comenta que la liberalización financiera tiene como supuesto fundamental el ahorro previo al gasto en inversión, y que, supuestamente, permitirá que las instituciones financieras eleven la captación de recursos reales, dinamizando

⁹⁰ Cfr. Mantey de Anguiano, G. Y., *De la desregulación financiera a la crisis cambiaria: Experiencias en América Latina y el sudeste asiático*, México, UNAM-ENEP ACATLÁN-DGAPA, 2000.

⁹¹ Cfr. López González, T. S., *Financiamiento del desarrollo en mercados de dinero y capital globalizados*, México, MIGUEL ÁNGEL PORRÚA – UNAM-DGAPA-ACATLÁN, 2003. Cit. Liberalización financiera, esterilización monetaria y desintermediación bancaria en México. En Y. L. Mantey G.

⁹² Cfr. López González, T. S., *Financiamiento del desarrollo en mercados de dinero y capital globalizados*, México, MIGUEL ÁNGEL PORRÚA – UNAM-DGAPA-ACATLÁN, 2003. Cit. Liberalización financiera, esterilización monetaria y desintermediación bancaria en México. En Y. L. Mantey G.

el papel de los intermediarios financieros.⁹³ Siendo así que las instituciones financieras podrían apoyar u obstaculizar el proceso de ahorro-inversión-crecimiento económico.⁹⁴

A principios de 1990, tras la caída del muro de Berlín el C.W., formuló un listado de medidas de política económica que constituyó un paradigma único para la “triunfadora” economía capitalista. En dicha “época de cambio” en que la Guerra Fría llegaba prácticamente a su fin, el economista John Williamson acuñó el término “El consenso de Washington” para nombrar al conjunto de políticas que, originalmente tenían por objeto reformar a las economías de América Latina para atraer nuevamente a los capitales privados, después de la crisis de la deuda de la “década perdida” de los años ochenta. Estas políticas pronto se convirtieron en un modelo para todo el mundo en desarrollo, políticas que daban énfasis a la disciplina macroeconómica (particularmente fiscal), a economía de mercado y la apertura económica en general. El objetivo de este consenso era orientar a los gobiernos de los países en desarrollo y a los organismos internacionales en la aplicación de sus políticas económicas.⁹⁵

3.2.2. El consenso de Washington.

El consenso de Washington establecía también un ambiente de transparencia económica, no sólo porque las normas la contengan de manera ineludible, sino también porque la misma existencia de un recetario es un espejo al que podemos mirar a la hora de juzgar la actividad económica de los países.⁹⁶ Para los países desarrollados, y en especial para los Estados Unidos, la formulación de este Consenso representaba también un reto: la concreción de medidas que ayudaran a los países desarrollados a aprovechar las oportunidades y evitar los inconvenientes de la emergencia de nuevos mercados.

⁹³ En relación al ahorro previo McKinnon (1973) señala que en las economía en desarrollo el alza en las tasas de interés real provoca el crecimiento del ahorro interno y, por tanto, de la inversión y del ingreso. Para que se cumpla esta hipótesis es necesario que las empresas y el gobierno estén dispuestos a invertir, que exista el ahorro disponible, y que éste sea utilizado por los agentes económicos que emprenderá proyectos productivos de la más alta rentabilidad (Dornbusch y Reynoso, 1989).

⁹⁴ Cfr. Studar, R., *Journal of postkeynesian economics*, USA, 1995, esp. Vol. 18, Nº 2. Cit. The efficiency of financial systems, liberalization and economic development.

⁹⁵ Cfr. Clift, J., *Finanzas y desarrollo*, USA, septiembre de 2003, esp. Vol. 40, Nº 3. Cit. Más allá del consenso de Washington.

⁹⁶ Cfr. Clift, J., *Finanzas y desarrollo*, USA, septiembre de 2003, esp. Vol. 40, Nº 3. Cit. Más allá del consenso de Washington.

Sin embargo, entre 1994 y 1999, 10 países en desarrollo de ingreso mediano experimentaron crisis financieras que deterioraron los niveles de vida y en algunos casos hicieron caer los gobiernos y empobrecieron a millones de personas.⁹⁷ Los responsables de las políticas enfrentaron el nuevo problema del contagio financiero y los economistas cuestionaron el ritmo y la secuencia de la desregulación y la liberalización, dando nuevo énfasis a la necesidad de contar con vigorosas políticas e instituciones antes de abrir las economías a los inestables capitales extranjeros. La realidad económica de la década de los noventa suscitó comentarios muy diversos.

La Formulación del Consenso de Washington de Williamson en 1990 concreta diez temas de política económica⁹⁸:

1. Disciplina fiscal: Esta se daba en el contexto de una región en la que casi todos los países habían acumulado grandes déficit que condujeron a crisis en la balanza de pagos y estaban experimentando inflaciones elevadas que afectaban principalmente a los pobres porque los ricos podían colocar su dinero en el extranjero.
2. Cambios en las prioridades del gasto público: En este caso se sugirió redistribuir el gasto en beneficio del crecimiento y los pobres, por ejemplo, desde subsidios no justificados hacia la atención sanitaria básica, la educación y la infraestructura.
3. Liberalización de las tasas de interés: retrospectivamente, señala el propio Williamson⁹⁹, se hubiera preferido formularlo más ampliamente como liberalización financiera, señalando que diferían las opiniones sobre el ritmo de implementación, y reconociendo la importancia de acompañar la liberalización financiera con una supervisión prudencial.
4. Búsqueda y mantenimiento de tipos de cambio competitivos: al respecto, Williamson¹⁰⁰ lamentó “haberse ilusionado” al aseverar que existía un consenso para asegurar que el tipo de cambio fuera competitivo, lo que implicaba un régimen intermedio; siendo que, de hecho, Washington ya se había empezado a inclinarse por la doctrina que sostiene que un país debe optar por un tipo de cambio totalmente fijo o dejarlo flotar “limpiamente”.
5. Liberalización comercial. Promover aún más el libre comercio.

⁹⁷ En el año 1994-1995 hubo en México una crisis económica y financiera; y en 1997-1998 hubo otra, iniciada en el sureste asiático, y con efectos en América Latina y Rusia.

⁹⁸ Cfr. Williamson, J., *Finanzas y desarrollo*, USA, FMI, septiembre de 2003, esp. Vol. 40, Nº 3. Cit. Reseña sobre el consenso de Washington y sugerencias sobre los pasos a dar.

⁹⁹ Cfr. Ídem.

¹⁰⁰ Cfr. Ídem.

6. Liberalización de la inversión extranjera directa. Expresamente no incluía la liberalización general de las cuentas de capital pues no se creía que ello tuviera consenso en Washington.
7. Privatizaciones. Solo esta área, que se originó como una idea neoliberal, logró ganar amplia aceptación. Williamson¹⁰¹ señala al respecto que: “Desde entonces se nos hizo cobrar conciencia de lo mucho que importa cómo se hace una privatización: puede ser un proceso sumamente corrupto que transfiere activos a una elite privilegiada por una fracción de su valor real, pero si se realiza como es debido, es beneficioso (en especial a lo referente a la mejora del servicio), y la empresa privatizada vende en un mercado competitivo o se regula apropiadamente”.
8. Desregulaciones: Aquí se trataba de distender las barreras al ingreso y a la salida, y no en abolir normas de seguridad o ecológicas (o las normas que determinan los precios en una industria no competitiva).
9. Reforma tributaria: Encaminada a buscar bases imponibles amplias y tasas marginales moderadas.
10. Garantía de los derechos de propiedad: Se trataba principalmente de proporcionar al sector informal la capacidad de obtener derechos de propiedad a un costo aceptable.

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

El principal problema del consenso de Washington es que en él queda prácticamente excluido el tema de la equidad. Esta exclusión es grave, porque uno de los lugares en donde más se aplican las políticas de ajuste derivadas del consenso (e implementadas por el FMI) es en América Latina.

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

Los problemas surgidos a raíz de la implementación de las políticas recomendadas por el consenso surgen porque se suponía que, según la teoría económica, el capital se desplazaría desde los países donde abunda hacia los países donde escasea, puesto que el rendimiento de las nuevas inversiones es mayor cuando el capital es limitado. Siguiendo la misma línea, se supone que la redistribución del capital fomentaría la inversión en

¹⁰¹ Cfr. Idem.

el país receptor y tendría enormes beneficios sociales. Esta teoría se basa en el supuesto de que el rendimiento del capital se reduce a medida que se instalan más maquinarias y se construyen nuevas estructuras, aunque en la práctica esto no es siempre así.

Por tanto, en un contexto en el que el incremento de la liquidez internacional a mediados de la década de los ochenta, que generó un proceso de desregulación de los mercados financieros nacionales e internacionales reflejado posteriormente en el consenso (con la consiguiente creación de nuevos instrumentos financieros de deuda), condujo a modificaciones en las formas de acumulación de capital.¹⁰²

Sin embargo, las nuevas inversiones son más productivas en los países que cuentan con una fuerza laboral calificada e infraestructura física adecuada, como lo señala Lucas, al explicar por qué el capital no pasa de los países ricos a los países pobres. En general, los nuevos flujos de capital se destinan a países que han recibido importantes afluencias en el pasado, y los inversionistas buscan un entorno económico favorable.¹⁰³

En consecuencia, no es sorprendente que disminuyan los flujos de capital hacia los países de bajo ingreso. La teoría económica y las investigaciones empíricas pueden contribuir en gran medida a determinar el lugar de destino de los flujos de capital, pero son menos concluyentes en lo que respecta a su repercusión. Una vez en el país, el capital privado puede incrementar el consumo o la inversión internos o sobre todo aumentar las reservas de divisas del país. Si los flujos son impulsados por incentivos para evadir el pago de impuestos u otros obstáculos jurídicos, el capital puede salir del país con la misma rapidez con que entró.

No obstante estas ambigüedades, generalmente se estima que los flujos de capital privado tienen un efecto importante en la inversión interna. Esta relación es más dinámica en el caso de la inversión extranjera directa y el crédito bancario internacional y más débil en el caso de los flujos de inversiones de cartera. Cuando un país es pobre y ahorra poco, los nuevos capitales provenientes del exterior pueden ayudarle a crear oportunidades de inversión.¹⁰⁴ No obstante los planteamientos ofrecidos por el consenso, a mediano plazo, los paquetes no funcionaron como se esperaba. La

¹⁰² Cfr. Mantey de Anguiano, G. Y., *De la desregulación financiera a la crisis cambiaria: Experiencias en América Latina y el sudeste asiático*, México, UNAM-ENEP ACATLÁN-DGAPA, 2000.

¹⁰³ Mishra, D. M., *Finanzas de desarrollo*, USA, Washington DC, FMI, junio de 2001, esp. Vol. 38, Nº 2. Cit. Los flujos de capital privado y el crecimiento.

¹⁰⁴ Cfr. Mishra, D. M., *Finanzas de desarrollo*, USA, Washington DC, FMI, junio de 2001, esp. Vol. 38, Nº 2. Cit. Los flujos de capital privado y el crecimiento.

liberalización comercial promovida, unida a la política cambiaria, generó la crisis mexicana de 1994-1995, para posteriormente contagiar y generar la crisis asiática de 1997.

El consenso de Washington no tomó en cuenta las características y diferencias entre los países a los que se les “sugerían” las reformas y no observaron a quien iban destinadas dichas reformas con lo que no hubo un seguimiento de la evolución y el impacto posterior a la implementación de las mismas.

Stiglitz se queja también de que el Consenso de Washington haya puesto poco énfasis en la necesidad de reforzar la competencia en los mercados.¹⁰⁵ Reconoce, sin embargo, que las políticas del Consenso de Washington fueron diseñadas para responder a problemas muy reales de América Latina, y tenían mucho sentido; empero, el problema radicó en que muchas de estas políticas se transformaron en fines en sí mismas, más que en medios para un crecimiento equitativo y sostenible. Así, las políticas fueron llevadas demasiado lejos y demasiado rápido, y excluyeron otras políticas que eran necesarias¹⁰⁶.

A lo largo de este apartado señalamos la importancia del Consenso de Washington para la formulación de políticas durante los años ochenta y noventa. Políticas que enmarcadas en la austeridad fiscal, la privatización y la liberalización de los mercados, fueron los tres pilares de dicho consenso y paradigma en el mundo entero. Sin embargo, el Consenso de Washington no fue el único elemento que propició la liberalización y desregulación financiera. La innovación financiera y el surgimiento de nuevos intermediarios financieros también jugaron un papel importante.¹⁰⁷

3.3 Desregulación financiera internacional.

En los Estado Unidos, la regulación financiera aparece con la crisis de 1929 a fin de establecer controles emergentes y de operar los mecanismo de

¹⁰⁵ "La privatización y la liberalización comercial se han usado, a menudo, como medios para conseguir estas finalidades (definición acentuada de los derechos de propiedad y fuerte competencia), pero no deberíamos olvidar que pueden ser necesarias reformas complementarias.

¹⁰⁶ Cfr. Stiglitz, J. E., *El malestar en la globalización*, México, TAURUS, 2006.

¹⁰⁷ Gerd, marzo de 2002, considera que la mundialización de las finanzas es impulsada por cuatro fuerzas: El avance de las tecnologías informáticas, la mundialización de las economías nacionales, la liberalización de los mercados financieros y de capital nacionales y; por último, la mayor competencia entre los que ofrecen servicios de intermediación.

restablecimiento productivo y de limitación monopólica; pero es a fines de la Segunda Guerra Mundial, cuando como resultado de la necesidad de reconstruir sus estructuras productivas, el Estado se da a la tarea de introducir diversas medidas proteccionistas y regulatorias, a fin de reactivar la economía. A partir de ese momento la estructura de los mercados financieros ha tenido profundos cambios que presentan el fortalecimiento de la filosofía de libre mercado surgida en los setentas, condiciones macroeconómicas favorables y una aceleración en la innovación tecnológica.¹⁰⁸

De igual manera uno de los aspectos de la crisis de largo plazo que más se han analizado, se refiere al ámbito financiero, insistiendo en la presencia de un proceso de desregulación, especialmente importante en la década de los ochenta, y que está conduciendo a una globalización financiera. Es decir, una interrelación del mercado internacional en los mercados locales, y que coincide con la expansión del mercado financiero internacional.

En las últimas décadas del siglo XX se ha dado una importante transformación en el funcionamiento del sistema financiero internacional. Se pasó de un periodo de estabilidad financiera a un periodo caracterizado por una gran incertidumbre en términos de flujos financieros, tipos de cambio y tasas de interés. Por un lado, los organismos financieros multilaterales como el Fondo Monetario Internacional, fueron perdiendo terreno en los préstamos internacionales, y por otro se dio un rápido incremento en los flujos de comercio y de capital de los negocios bancarios privados internacionales. Esto creó las condiciones para que la regulación financiera local y externa empezara a relajarse.¹⁰⁹

Hoy en día, las operaciones financieras que realizan los intermediarios en busca de ofrecer mayores rendimientos a su clientela y a los accionistas, se tornan cada vez más sofisticadas adema que incurriendo en riesgos poco controlables. Es aquí donde surgió la necesidad de la regulación y supervisión

¹⁰⁸ Cfr. Krugman, Paul y Obstfeld, Maurice, *Economía internacional, teoría y política*, España, Madrid, MCGRAW HILL, 2006, esp.

¹⁰⁹ Cfr. Huerta Moreno, G., *Gestión y estrategia*, esp. N° 6, art. 7. Cit. La apertura del sistema financiero mexicano en el contexto de la desregulación financiera mundial. P. 2.

bancarias a fin de salvaguardar la estabilidad de dicho sistema y de la economía en su conjunto. Los bancos ahora desregulados y menos protegidos que operan en un ambiente de mayor competencia y eficacia, son más vulnerables al riesgo¹¹⁰. La tendencia hacia la desregulación y desprotección bancaria condujo a quiebras bancarias y fusiones de bancos.

En la década de los ochenta la desregulación de los servicios financieros fue fuertemente impulsada por la tecnología y la innovación. Para Jerry Jorda, la globalización incluye a los mercados de bienes: “todo esto ha dado lugar a la aparición de empresas supranacionales que operan en áreas comerciales mucho más amplias que las delimitadas por las fronteras geográficas de las naciones o Estados. En los años recientes, la negociación de instrumentos financieros ha empezado a operar en jornadas de 24 horas, con la resultante interconexión entre los grandes mercados de títulos de deuda y capital accionario del mundo entero”.¹¹¹

La velocidad de estos cambios varía de país a país pero la dirección y los rasgos esenciales del proceso son comunes. Al inicio de la década de los noventa muchas restricciones que limitaban la competencia y que habían estado presentes en los setenta fueron removidas, tales como las restricciones en el tipo de negocios, en la localización geográfica, en la operación de las empresas financieras, y en algunos casos, referentes a los techos sobre las tasas de interés y otras restricciones sobre los préstamos. También se han relajado los requerimientos de reserva obligatoria, los controles transaccionales en monedas extranjeras y los flujos de capital externo.

La desregulación en cuanto a la modificación o levantamiento o simplemente evasión de las normas sobre las tasa de interés fue uno de los componentes más importantes para el amplio crecimiento del euromercado, en un

¹¹⁰ Esto se debe al impacto que los avances tecnológicos presentaron en el control de las transacciones financieras.

¹¹¹ Cfr. Correa, E., Desregulación financiera internacional, México, UNAM, Tesis de doctorado, 1996. P. 158.

principio como mercado del dólar a cargo de la propia banca estadounidense¹¹². Sin embargo los intermediarios financieros de Estados Unidos trasladaron sus operaciones fuera de fronteras, lo que les permitió incluso ofrecer tasas pasivas superiores y tasas activas levemente inferiores. Este fue el inicio de lo que podría llamarse la desregulación internacional de las tasas de interés. Al quedar los bancos estadounidenses operando en dólares fuera de su territorio pueden desarrollar una política más discrecional y muy amplia en la gestión de sus activos y pasivos.¹¹³

Por otra parte, como una de las mayores preocupaciones de los gobiernos durante mucho tiempo fue que la intermediación financiera se realizara por las instituciones financieras locales, se mantuvo restringido el acceso de la inversión extranjera a los negocios bancarios locales. Por ejemplo, entre 1963 y 1973 el gobierno norteamericano implementó leyes de regulación crediticia, a través de las cuales trató de desalentar la salida de capitales y reducir los déficits crónicos en su balanza de pagos. Una de estas fue *The Interest Equalization Tax* (IET) haciendo más difícil para las corporaciones extranjeras incrementar su capital en el mercado norteamericano, además se trató de desalentar el otorgamiento de préstamos para extranjeros, ya que la aplicación de este impuesto encarecía la deuda flotante de muchos prestatarios extranjeros.¹¹⁴

Según Andrew Sheng “[...] el mundo se está convirtiendo en un gran mercado financiero a través de la liberación de los controles cambiarios, libertad de las tasa de cambio, y mejoramiento en las telecomunicaciones y en los procesos tecnológicos de los bancos [...]”.¹¹⁵ Para alcanzar esta globalización los gobiernos han contribuido a través de la desregulación, aunque este proceso varía de un país a otro.

¹¹² Con el impuesto sobre créditos al extranjero a los bancos de Nueva York, el gobierno de ese país procuraba frenar la amplia salida de capitales que padecía principalmente por la acción de sus bancos y sus empresas transnacionales, agudizada en particular por el gasto militar

¹¹³ Cfr. Correa, E., *Desregulación financiera internacional*, México, UNAM, Tesis de doctorado, 1996. P. 154.

¹¹⁴ Cfr. Humbert Baughn W. y Donald R. Mandich, *The International Banking Handbook*, USA, 1983, esp. p. 39.

¹¹⁵ Cfr. Correa, Eugenia, *Crisis y desregulación financiera*, México, UNAM-IIEC-SIGLO XXI, 1998. P. 158.

Para Timothy Heyman la desregulación financiera procede de una modificación en los criterios y objetivos de las políticas económicas, que coincidió con avances tecnológicos en las telecomunicaciones y computación, ambos dieron lugar a una mayor internacionalización de los mercados de las tres zonas horarias.¹¹⁶

Para Michael Aglietta¹¹⁷ la globalización financiera se ha sucedido en dos etapas. En la primera, durante la década de los setenta, cuando el *shock* petrolero modificó el reparto del ingreso mundial en favor de las regiones con fuerte tasa de ahorro y el financiamiento por el sistema bancario internacional permitió evitar a la economía mundial una presión deflacionista. La segunda etapa de la mundialización financiera se inició a fines de 1979. El centro de los desequilibrios pasó a los países del norte y el financiamiento del déficit de Estados Unidos modificó la distribución del ingreso mundial. Así mismo el exceso de endeudamiento, la gran inestabilidad de los tipos de cambio, las olas especulativas sobre las bolsas de valores han contenido las ilusiones de los que creían que los mercados libres se disciplinarían por sí mismos.

La eficacia de los mercados para promover la competencia y disminuir los costos de financiamiento no han entrañado su convergencia hacia un equilibrio estable, sino todo lo contrario. Por tanto la globalización financiera implica un reto a la regulación del sector y no una desaparición de ésta. La incertidumbre es corrosiva para las finanzas, ella es la razón de los desequilibrios acumulados que dejados a sí mismos, pueden provocar las crisis. En su propuesta de análisis, Aglietta¹¹⁸ indica que la función de prestamista en última instancia de los bancos centrales a través de una combinación de reglamentación prudencial, vigilancia y detección de las partes más débiles así como de la intervención discrecional es la vía de la resolución. Los propios intermediarios han podido aprovechar la falta o los rezagos en la normatividad para modificar en la práctica sus operaciones de intermediación de manera más conveniente para enfrentar la competencia.

¹¹⁶ Cfr. Ídem. P. 156.

¹¹⁷ Cfr. M. Aglietta, *Macroéconomie Financière*, París, La Découverte, 1995. En Correa E. Ídem. p.p. 162-165.

¹¹⁸ Cfr. Ídem. P. 165.

Los distintos enfoques sobre la desregulación poseen diferencias que proceden, fundamentalmente de una posición más bien ideológica – política acerca del mercado y su capacidad de asignación eficiente; y, de la caracterización de los orígenes de la desregulación financiera. Así, la liberalización de las actividades de los bancos comerciales o de ahorro, compañías de seguros, sociedades de inversión, entre otros, y la ampliación e integración de los mercados de capital, de opciones y futuros han permitido a las corporaciones financieras expandir la intermediación financiera ya sea directa e indirecta, y con ello a facilitar el intercambio entre los recursos de los ahorradores y las necesidades de los inversionistas.

3.3.1 Concepto de desregulación financiera.

Actualmente la desregulación financiera juega un papel fundamental en el funcionamiento del sistema financiero internacional, ya que se ha desempeñado como uno de los instrumentos más eficaces del libre mercado, sin embargo no se cuenta con fundamentos teóricos que expliquen este proceso en si mismo, sino que es más bien considerado como una decisión político-económica que busca restablecer la competitividad entre los prestadores de servicios financieros y al mismo tiempo impulsar la eficacia, rentabilidad y difusión de mejoras en dichos servicios de manera masiva.

Para poder establecer una mejor comprensión acerca del concepto de desregulación es necesario conocer que la regulación financiera puede entenderse como el conjunto de normas y leyes que dictan las autoridades gubernamentales en la materia con el objetivo de mantener cierto control sobre los intermediarios financieros y sus operaciones. Así mismo, se refiere a la normatividad y a la intervención del Estado en la formación de nuevos términos de competencia financiera y de la conformación de los mercados financieros actuales.

Partiendo del concepto de regulación y como lo señala Eugenia Correa, “[...] la desregulación puede entenderse, como la ruptura de normas explícitas o

implícitas presentes en los mercados y en la actividad de los intermediarios financieros. Ruptura concertada, anunciada o simplemente por la vía de los hechos permitiendo o dejando pasar actividades previamente no permitidas o que no eran practicadas por los intermediarios. La desregulación modifica así las actividades mismas de los intermediarios y la competencia entre estos también cambia, cuando las normas que le regían han sido rotas o pueden ser cuestionadas permanentemente”...¹¹⁹ De igual forma Guadalupe Moreno menciona que “[...]La desregulación financiera no se ha dado de manera aislada sino que se ha vinculado a una estrategia de integración económica caracterizada por la disminución de las barreras a la inversión de un país a otro. Con ello la integración también se ha dado a nivel del sector real de la economía”[...]¹²⁰.

De manera global se puede afirmar que el proceso de desregulación de los mercados financieros ha avanzado poco a poco y con matices diferentes. En principio se regulaba con el objetivo de proteger el sistema bancario nacional y conservar la toma de decisiones en manos de agentes económicos nacionales, por lo cual se mantenían estructuras financieras altamente reguladas. Posteriormente y a consecuencia del crecimiento en la competencia de la industria bancaria, las instituciones financieras con el fin de atraer capitales hicieron uso del manejo de tasas de interés, introduciendo con ello el factor especulativo al sistema bancario.

Estos aspectos contribuyeron a la creación de una nueva forma de regulación para las actividades financieras mediante el uso de topes sobre los pagos máximos y mínimos que los bancos comerciales deben hacer a los ahorradores; del mismo modo se establecieron controles sobre los flujos de capital emitiendo normas en cuanto a la adecuación del mismo, así como requerimientos

¹¹⁹ Cfr. Correa, E., *Desregulación financiera internacional*, México, UNAM, TESIS DE DOCTORADO, 1996. P. 168.

¹²⁰ Cfr. Huerta Moreno, G., *Gestión y estrategia*, esp. Nº 6, art. 7. Cit. La apertura del sistema financiero mexicano en el contexto de la desregulación financiera mundial. P. 3

de reservas, razones de solvencia y limitaciones a un solo prestatario.¹²¹ Bajo este contexto en el campo financiero las medidas desregulatorias se expresan en la liberalización de tasas de interés por la autoridad monetaria, eliminación de barreras y controles a inversiones sin encajes u otras limitantes que obstaculicen el desarrollo de los mercados.

Internacionalmente existen grandes centros financieros en los que, por lo general se realizan operaciones, depósitos y créditos de empresas o clientes que no pertenecen al país en el que se está desarrollando la operación financiera. Su surgimiento y, por lo tanto, la internacionalización o globalización y apertura de los mercados financieros ha estado relacionado en gran medida, con la percepción que las autoridades de un país tienen de los mismos, de sus potenciales usuarios y del nivel de desarrollo de la economía. Es decir, si los gobiernos y los agentes económicos locales vinculados a los negocios financieros encuentran alguna ventaja en el desarrollo de un mercado financiero, buscarán que se establezcan esquemas normativos flexibles con los cuales se pueda promover la ampliación y consolidación del mismo.

La desregulación proviene entonces, de una posición ideológica-política acerca del mercado y de su capacidad de asignación eficiente de los recursos y que además parte de los cambios en los términos de competencia de los mercados. Por esta razón la desregulación será condición necesaria para la conformación de una nueva regulación que cumpla con las necesidades del actual sistema financiero.

Desde la perspectiva de los intermediarios financieros, la regulación entorpece el libre funcionamiento del sistema financiero, ya que por un lado obstaculiza la actividad de los intermediarios financieros; y por otro provoca que los intermediarios no logren obtener los beneficios esperados dentro del sistema financiero. Bajo este contexto, los intermediarios han hecho que la desregulación financiera sea posible, no solo por la dinámica de la inversión y los flujos de

¹²¹ Cfr. Swary, I., & Barry, T., *La desregulación financiera global. La banca comercial en la encrucijada*, México, FONDO DE CULTURA ECONÓMICA, 2007. P. 508.

capitales, sino también por la competencia que la apertura e integración de los mercados internacionales significa.

Las importantes innovaciones tecnológicas en comunicación e informática que se han logrado en las últimas décadas han sido otro de los factores que han coadyuvado a que el proceso de desregulación financiera sea un hecho.

La existencia de centros financieros internacionales y de bancos locales que participan activamente en la intermediación financiera internacional permite a los agentes económicos trasladar sus depósitos de un lugar a otro y así obtener una valorización de su capital, superior a la que se podría obtener en las áreas industrial o comercial de su país.

Esto nos lleva a considerar que, en general, la desregulación en materia financiera se ha orientado no sólo hacia la búsqueda de formas de operación innovadoras que permitan volver más eficientes los negocios bancarios, sino también, y sobre todo, para enfrentar la competencia que por la obtención de mayores niveles de ganancia ha surgido con la creación de centros financieros básicamente especulativos que no están sujetos a alguna regulación específica. Ello se refuerza con la integración que, dentro del proceso de desregulación, se está dando entre las actividades de los diferentes intermediarios financieros, sean bancos comerciales, casas de bolsa, aseguradoras o uniones de crédito.

Adicionalmente, con las nuevas tecnologías financieras, apoyadas en el uso de sofisticados sistemas de información que permiten evaluar con rapidez la volatilidad de las variables económico-financieras, también se ha contribuido a reducir los tiempos de las operaciones interbancarias y, por lo tanto, del movimiento de capitales.

Basándose en lo anterior, se puede afirmar que la parte más importante del concepto de la desregulación sería entonces, la eliminación de rigideces u obstáculos que entorpecen el funcionamiento del sistema financiero, el cual se ve acompañado de privatización de servicios públicos, de la eliminación de aranceles

y subsidios, de mecanismos de fomento y compensación o de regulaciones obsoletas.

Sin embargo hay que considerar que este concepto de desregulación es aplicable desde el punto de vista de los intermediarios financieros, ya que uno de los principales objetivos que se pretenden alcanzar con la desregulación es que exista un paulatino o parcial alejamiento de las autoridades financieras respecto de los intermediarios financieros y su quehacer, es decir, se dota de mayor libertad a los intermediarios financieros mediante el relajamiento de normas y leyes de control por parte de las autoridades con el fin de incrementar los beneficio que se pueden obtener dentro del mercado financiero y al mismo tiempo hacer frente al incremento en la competencia nacional e internacional de los intermediarios financieros.

Por lo tanto, un correcto y adecuado proceso de intermediación de recursos representa beneficios tangibles para toda la sociedad y no solo para los intermediarios financieros; es en este punto donde la desregulación financiera entra en conflicto con el concepto de regulación, ya que sobre esta premisa es la responsabilidad que históricamente se le ha encomendado al Estado: vigilar y conducir el desenvolvimiento bancario, porque éste no constituye un fin en sí mismo, sino un medio para encontrar fines superiores, como son el acrecentamiento del ahorro por la vía de la captación de recursos del público y la movilización y canalización de estos recursos a la inversión productiva a través del crédito, promoviendo proyectos productivos que generen satisfactores, empleo e ingreso a la sociedad en su conjunto.

Se regula con la finalidad de evitar crisis financieras, dirigir las actividades del sector y los flujos del financiamiento hacia algunos sectores en función de ciertas necesidades político - económicas, para mantener un nivel de crédito y por tanto una política monetaria que pueda mantener las tendencias inflacionarias bajo control, se efectúa además para supervisar y vigilar a los intermediarios y ponerlos a salvaguarda de quiebras y malos manejos, mantener la confianza de los inversionistas en el sistema financiero y prevenir crisis financieras.

Bajo esta perspectiva uno de los objetivos básicos de la regulación es el de proteger a los inversionistas y a los mercados de pérdidas irreparables. Es decir, la regulación mediante una supervisión adecuada, tendría que trabajar directamente con los intermediarios y su objetivo fundamental sería impedir que se desarrollen mecanismos de competencia desleal, y vigilar que los intermediarios efectúen operaciones con suficiente cobertura, buscando prever y cubrir riesgos.

El desarrollo de mercados globales ha incrementado la necesidad de una coordinación internacional de las políticas reguladoras y la convergencia de su contenido y su ejecución. Esto ha significado, cada vez en mayor medida la supervisión y regulación del nivel de riesgo general en el que operan los bancos, al mismo tiempo que se minimiza la interferencia operativa en la actividad bancaria. Además, las tendencias y los desarrollos actuales en los mercados financieros ponen en tela de juicio la continuación de la expansión de la banca internacional.¹²²

La desregulación ha asumido la forma de una liberalización de las tasas de interés, lo cual significó la reducción de los requerimientos de reservas, la eliminación de las restricciones impuestas a la expansión geográfica y las actividades no bancarias, y redujo la protección contra los competidores extranjeros. En la medida en que avance la globalización financiera, la banca internacional como tal tenderá a reducir su papel. La convergencia global del sistema financiero reducirá el papel de la banca internacional. Los bancos internacionales serán solo otro tipo de intermediarios que participan en el proceso de los flujos de capital entre países donde hay un mínimo de presencia física extranjera.

“[...]Los sistemas bancarios de todo el mundo se han visto afectados en grados variables por la tendencia hacia la desregulación. En algunos casos, esta desregulación ha asumido la forma de una liberalización de la tasa de interés (incluida la eliminación de restricciones impuestas a la tasa de depósitos), lo que condujo a la reducción del ingreso de los bancos por concepto de intereses debido

¹²²Cfr. Swary, I., & Barry, T., *La desregulación financiera global. La banca comercial en la encrucijada*, México, FONDO DE CULTURA ECONÓMICA, 2007. P. 10.

a la intensificación de la competencia, incluida la competencia de los bancos extranjeros. En otros casos, la desregulación significó la reducción de los requerimientos de reservas, la eliminación de las restricciones impuestas a la expansión geográfica y las actividades no bancarias, y redujo la protección contra los competidores extranjeros”[...]”¹²³

El proceso de desregulación se origina en medio de la inestabilidad financiera y procede de la intermediación de las actividades financieras y el rezago en la concertación de un marco regulador eficiente a las nuevas necesidades de la globalización económica.

Los elementos más importantes de desregulación de muchos de los mercados financieros podrían enumerarse muy sintéticamente como sigue:

1. Desregulación de tasas de interés. Se han quitado las reglamentaciones que imponían techos sobre éstas, aunque las tasas de descuento de los títulos gubernamentales continúan teniendo un papel importante en los mercados, propiamente como tasas piso.
2. Se han simplificado los controles de crédito, de inversión y de depósitos obligatorios, cuando no abolido completamente.
3. Se ha incrementado el número de intermediarios financieros y ha disminuido el grado de especialización aumentando la diversificación de las actividades que estos realizan.
4. Se ha multiplicado el número de instrumentos financieros con reglas mínimas respecto de su creación, operatoria y expresión en los balances de las instituciones. Sin embargo, dichas reglas varían considerablemente de un mercado a otro.

La importancia relativa de cada método dentro del sistema financiero varía entre países y cambia a través del tiempo, debido a la acción de factores tales como las reglas de regulación e intervención, la política impositiva, el nivel de desarrollo y la estructura económica.¹²⁴

¹²³Cfr. Ídem. P. 11.

¹²⁴Cfr. Ídem. P. 9.

La regulación que tiene el Estado sobre el sistema financiero es parte de lo que llamaríamos política financiera. En este sentido otro fenómeno vinculado a la desregulación es la modificación y baja relativa en la efectividad de algunos instrumentos de política financiera que en otros momentos fueron útiles. Esto es, por un lado, la presencia de una menor posibilidad de gestión financiera por parte de las autoridades gubernamentales en la materia, acompañado de una modificación en la percepción de los objetivos de la política económica y con ella de la política financiera.

La responsabilidad de las autoridades debe ser la aplicación de políticas monetarias y financieras que liberalicen pero al mismo tiempo que regulen los mecanismos y disposiciones de los mercados, la óptima asignación y utilización de los recursos y las ventajas comparativas y competitivas implícitas. La dinámica de la regulación-desregulación está operando en casi todos los países del mundo, y aunque el proceso ha sido desigual, su impacto ha sido y seguirá siendo extenso.

La desregulación bancaria ha sido causa y resultado de la globalización de los mercados financieros. A menudo se ha desmantelado la regulación protectora para estimular la competencia en la provisión de servicios financieros como parte de un movimiento más general hacia una competencia más libre, esto ha requerido con frecuencia una desregulación más profunda para permitir que los bancos sobrevivan y compitan en los mercados más competitivos que han surgido.

El proceso de desregulación ha dado también a los bancos la oportunidad de realizar actividades relacionadas con la banca de inversión, lo que les ha permitido obtener sustanciales comisiones e ingresos comerciales. Por lo tanto, el proceso de desregulación se ha reflejado sobre todo en la posibilidad de usar nuevos instrumentos financieros y en la participación de bancos extranjeros en los mercados de capital internos.

Finalmente podemos decir que el proceso de desregulación financiera no ha sido sencillo, por un lado se encuentran los intermediarios financieros, que en su afán de competir en los mercados internacionales han hecho que muchas de las normas que existían anteriormente y que brindaban de cierta seguridad al sistema

financiero nacional hayan dejado de funcionar; y por otro lado se busca alcanzar el bienestar de la sociedad en su conjunto, para lo cual es necesario que las autoridades correspondientes intervengan mediante regulaciones que hagan que los recursos de los ahorradores y prestamistas lleguen a sectores que en verdad necesiten de ellos y que en el largo plazo puedan dinamizar la economía.

3.3.2. Innovación financiera.

En las últimas décadas, los mercados financieros han estado inmersos en un proceso de innovación financiera constante. Esta innovación financiera se ha traducido, principalmente, en dos fenómenos. El primero de ellos es la consolidación de instrumentos financieros como los llamados derivados financieros (opciones, swaps futuros y derivados de crédito).¹²⁵ El ejemplo más claro de este tipo de modernización sería la bursatilización¹²⁶ masiva de los instrumentos de deuda en la década de los ochenta.

El segundo fenómeno derivado de la innovación financiera ha sido la aparición de nuevos comportamientos o costumbres por parte de los agentes financieros. Los detonantes de esta revolución financiera se

¹²⁵ Los instrumentos financieros derivados son contratos cuyo valor deriva del valor de otros activos financieros. Las transacciones que se realizan en el mercado de instrumentos derivados se basan no en la compra de acciones, bonos u otros valores, sino en la apuesta sobre el precio que en el futuro tendrán alguna materia prima, el tipo de cambio de determinada divisa, el índice de un mercado de valores, determinada tasa de interés u otros índices o indicadores. Los principales tipos de instrumentos derivados son las opciones, los futuros y los swaps. Una opción de compra es el derecho a comprar un instrumento financiero en el futuro; una opción de venta es el derecho a vender un instrumento financiero en el futuro. Los contratos a futuro consisten en la obligación de comprar un instrumento financiero a un precio determinado en una fecha futura, o bien en la obligación de vender un instrumento financiero a un precio determinado en una fecha futura. Los swaps (permutas o intercambios) permiten a dos prestatarios cambiar el carácter de sus respectivas deudas. En un swap de tasas de interés un prestatario que considera conveniente cambiar su deuda de tasa fija a tasa flotante, permuta o intercambia su pasivo con otro prestatario que desee hacer lo opuesto. En un swap de divisas, un prestatario que, por ejemplo, quiera reducir sus deudas en libras esterlinas y sustituirlas por un pasivo en francos suizos, puede hacerlo intercambiando con otra parte que desee realizar la operación contraria (Girón González, 2002).

¹²⁶ La Bursatilización, es un proceso estructurado en el cual, activos similares se agrupan en un fideicomiso emisor, quien a su vez, emite títulos de deuda entre el gran público inversionista (nacional y extranjero), en un mercado de valores organizado. Los activos agrupados generan flujos de efectivo que se utilizan para pagar los costos inherentes al mantenimiento de la bursatilización y el pago de rendimiento a los inversionistas.

encuentran en la revolución tecnológica por una parte y, por otra, en el proceso de desregulación¹²⁷ (económica en general y financiera en particular), iniciado en la década de los setenta, que daría lugar a una mayor competencia y a un aumento de las posibilidades de inversión en los mercados financieros, de igual forma provocan una mayor volatilidad.¹²⁸

En efecto, por lo que respecta a los derivados, éstos aparecieron tras el colapso del sistema de Bretton Woods. Correa¹²⁹ apunta que “la multiplicación de instrumentos y operaciones cambiaron el mundo financiero de manera acelerada en los ochenta. Se convirtió en una necesidad la presencia de los soportes informáticos y de comunicaciones. El avance técnico en el sector hizo posible la expansión de los intermediarios entre la población de altos ingresos y en las mayores empresas no financieras. Esta expansión tecnológica aceleró los flujos financieros y la interrelación de los mercados, pero dicha interconexión se ha desarrollado históricamente.”

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

Sin embargo, existe una corriente heterodoxa de autores (Carter, 1989 y 1991; Crockett, 1995; Eatwell, 1996; Shafer, 1987; Sias, 1996) que sostienen que la innovación financiera, lejos de alcanzar su objetivo principal de paliar la creciente volatilidad en los mercados financieros, ha contribuido a aumentarla. Además, favoreció una mayor propensión al riesgo por parte de los agentes que integran los mercados financieros y aumentó la fragilidad financiera.¹³⁰

Al respecto Irma Manrique¹³¹ comenta que todas las innovaciones, particularmente la desregulación financiera, apuntó hacia una peligrosa dirección, que es la multiplicación del riesgo y la incertidumbre, lo que ha dado lugar a especulaciones nocivas, como fue el caso de los valores de

¹²⁷ Así, en cierto modo, puede decirse que la globalización financiera estaría en el origen del proceso de innovación financiera.

¹²⁸ Cfr. Carter, M., *Journal of economic issues*, USA, septiembre de 1989, esp. Vol. XXIII, N° 3. Cit. Financial innovation and financial fragility.

¹²⁹ Cfr. Correa, E., *Crisis y desregulación financiera*, México, UNAM-IIEC-SIGLO XXI, 1998.

¹³⁰ Cfr. Carter, M., *Journal of economic issues*, USA, septiembre de 1989, esp. Vol. XXIII, N° 3. Cit. Financial innovation and financial fragility.

¹³¹ Manrique, Campos, Irma y Kaplan M. Coord. *Regulación de Flujos Financieros Internacionales*, México, UNAM, Instituto de Investigaciones Económicas, 2000.

mínima rentabilidad. Que implica una ausencia relativa de ciertas normas indispensables en el funcionamiento de los mercados financieros.

Si bien esta postura no ha sido recogida en ningún modelo teórico, los autores que la sostienen sí han tratado de ofrecer algunas explicaciones de este fenómeno; explicaciones que se recogen a continuación. La innovación financiera contribuye, desde este punto de vista, al aumento de la volatilidad y de la fragilidad financiera mediante el aumento de la incertidumbre, el aumento del endeudamiento total de los agentes económicos, el acortamiento de los horizontes para la toma de decisiones, y la mayor transmisión de *shocks* económicos de unos agentes a otros.¹³²

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

Pero la mayor incertidumbre no se genera únicamente entre agentes financieros privados, las autoridades encargadas de controlar la actividad financiera también tendrían mayores dificultades para evaluar las posiciones en derivados de los agentes así como el riesgo en el que están incurriendo. Aumenta por tanto la incertidumbre de las autoridades monetarias con respecto a los agentes privados lo cual, lógicamente, merma su eficacia para controlar la actividad financiera.¹³³ Esto puede tener por consecuencia un crecimiento generalizado del volumen de endeudamiento de los agentes privados. Según Crockett¹³⁴ esto sería así porque, al burlar los requisitos de endeudamiento máximo, los agentes aprovecharán para endeudarse en mayor medida, incurriendo en un riesgo mayor.

¹³² Cfr. Carter, M., *Journal of economic issues*, USA, septiembre de 1989, esp. Vol. XXIII, Nº 3. Cit. Financial innovation and financial fragility.

¹³³ Cfr. Shafer J., *OCDE Economic studies*, USA, 1987, esp. Nº 9, pp. 57-78. Cit. Managing crises in the emerging financial landscape.

¹³⁴ Crockett, Jean, Blume E. M. y Taubman P., *Economic Activity and Finance*, Cambridge, Massachusetts, Ballinger, 1982.

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

Por lo que respecta al acortamiento del horizonte en la toma de decisiones, esta postura heterodoxa mantiene que tanto los nuevos instrumentos financieros como los nuevos comportamientos de los agentes han dotado al sistema financiero internacional de un mayor grado de liquidez. Correa¹³⁵ argumenta al respecto que las nuevas técnicas, al incrementar la velocidad de los flujos financieros, aumentan la velocidad de intercambio de los activos.

La mayor liquidez es, en principio, una ventaja para el sistema financiero ya que facilita el acceso a la financiación por parte de los agentes económicos. Sin embargo, esta liquidez nace del hecho de que gran parte de los productos derivados vencen a corto plazo incidiendo en un cambio en el comportamiento de los agentes económicos, acortando los horizontes temporales para la toma de decisiones.¹³⁶

Este cambio en la forma de tomar las decisiones de inversión redundará asimismo, según Carter,¹³⁷ en una mayor incertidumbre. En efecto, la liquidez se utiliza en los mercados financieros como un sustituto de la información. Al realizarse las inversiones a corto plazo, los agentes ya no se ven obligados a informarse sobre la calidad de su inversión a un plazo medio o largo: al ser la inversión a corto plazo y líquida, el título que representa la inversión puede ser vendido en cualquier momento. Por ello, no hay incentivos para adquirir información acerca del receptor de la inversión entonces aumenta la incertidumbre en los mercados financieros.¹³⁸

Además, el conjunto de las innovaciones que se han producido en el terreno de las finanzas facilita la transmisión de *shocks* económicos de unos

¹³⁵ Cfr. Correa, E., *Crisis y desregulación financiera*, México, UNAM-IIEC-SIGLO XXI, 1998.

¹³⁶ Cfr. Shafer J., *OCDE Economic studies*, USA, 1987, esp. Nº 9, pp. 57-78. Cit. Managing crises in the emerging financial landscape.

¹³⁷ Cfr. Carter, M., *Journal of economic issues*, USA, septiembre de 1989, esp. Vol. XXIII, Nº 3. Cit. Financial innovation and financial fragility.

¹³⁸ Y aumenta también, por tanto, la asimetría de la información en los mercados financieros internacionales.

sistemas financieros a otros.¹³⁹ Esto sería así porque la innovación financiera ha contribuido, según estos autores, a una mayor integración de los mercados financieros. Siendo así, los *shocks* económicos (tanto positivos como negativos) se contagian con mayor facilidad y rapidez de unos sistemas a otros.¹⁴⁰

Además de las distorsiones que la innovación financiera puede ocasionar se encuentran también los riesgos asociados a la misma innovación, por ejemplo la creación de productos derivados y lo que implicación de su uso por parte de intermediarios financieros.

Según Eatwell,¹⁴¹ existen tres motivos por los cuales el uso de productos derivados puede contribuir al aumento del riesgo. 1) Está la complejidad de la estructura del propio producto,¹⁴² que limita la capacidad de las firmas para gestionarlos correctamente y para evaluar las posiciones en derivados de los demás agentes, lo que contribuye a mayor en la incertidumbre.¹⁴³ 2) Se suelen usar modelos matemáticos utilizados en otro tipo de ciencias como la física para calcular el precio de los productos derivados lo que implica que los modelos de cálculo fuerzan una mayor dispersión de los precios de los productos derivados, es decir, provocan un aumento de la volatilidad en los precios de dichos productos y, por tanto del riesgo. 3) El uso de productos derivados suele provocar problemas de liquidez a los agentes que recurren a este tipo de instrumentos de cobertura de riesgo. Esto es así porque la compra de estos productos suele financiarse con fondos ajenos, por lo que una caída repentina del precio de los activos puede provocar una carencia de

¹³⁹ Cfr. Carter, M., *Journal of economic issues*, USA, septiembre de 1989, esp. Vol. XXIII, Nº 3. Cit. Financial innovation and financial fragility.

¹⁴⁰ Una integración financiera, dice Correa (1998) hace imposible desvincular los distintos mercados financieros y por tanto debe acompañarse de una creciente armonización de los distintos marcos regulatorios financieros de las economías capitalistas desarrolladas, apuntando en el sentido de buscar ordenar, garantizar y consolidar la integración financiera y propiamente la globalización económica.

¹⁴¹ Cfr. Eatwell, J., *CEPA Working papers*, USA, octubre de 1996, esp. Serie 1, Nº 1. Cit. International capital liberalization: The impact on world development.

¹⁴² La complejidad de los derivados financieros proviene del hecho de que gran número de los instrumentos de cobertura de riesgo son productos hechos a medida para el agente que los solicita. Se diseña un producto que cubra exactamente la clase de riesgo que el agente quiere gestionar. Esto da lugar a que exista una variedad infinita de productos y a que muchos de esos productos sean de gran complejidad (dada la combinación extremadamente complicada de los riesgos que algunos agentes desean cubrir). Correa (1998) menciona en ese sentido que la competencia entre los intermediarios financieros se ha desarrollado, principalmente, mediante nuevos productos, servicios de ingeniería financiera o lo que se ha llamado “trajes a la medida”.

¹⁴³ Cfr. Carter, M., *Journal of economic issues*, USA, septiembre de 1989, esp. Vol. XXIII, Nº 3. Cit. Financial innovation and financial fragility. Cfr. Shafer J., *OCDE Economic studies*, USA, 1987, esp. Nº 9, pp. 57-78. Cit. Managing crises in the emerging financial landscape.

liquidez y la imposibilidad de devolver la deuda para el tenedor del título.¹⁴⁴ Por todos estos motivos, el uso de los productos financieros derivados provoca un aumento del riesgo sistémico.

Por su parte, Crockett¹⁴⁵ añade otro riesgo específico de algunos productos financieros derivados (en concreto, los futuros y las opciones) que consiste en que éstos acentúan la tendencia del precio de su subyacente. Para comprender esto mejor, se puede tomar el ejemplo de un mercado de opciones sobre acciones. Suponiendo que, por algún motivo, haya una tendencia a la baja del precio de una determinada acción (el subyacente), entonces crecerá la demanda de opciones de venta de esta misma acción, con lo que se estará reforzando la tendencia del precio del subyacente. Lo mismo ocurrirá cuando la tendencia del precio de la acción sea a la alza. Esto repercute en unas mayores subidas y bajadas de los precios de las acciones, es decir, contribuye a un aumento de la volatilidad en los mercados de valores.

Por lo que respecta al comportamiento de los fondos de inversión colectiva (*hedge funds*, fondos de pensiones mutuas, compañías de seguros), varios autores han comentado ya su comportamiento especulativo y, por tanto, desestabilizador.¹⁴⁶ Sin embargo, el autor que realmente ahonda en los nexos causales que pueden darse entre el comportamiento de este tipo de fondos y el aumento de la volatilidad es Sias.¹⁴⁷

Según Sias los motivos por los que el comportamiento de los fondos de inversión colectiva redundan en un aumento de la volatilidad en aquellos mercados en los que operan son los siguientes¹⁴⁸:

- Este tipo de fondos tiende a negociar altos volúmenes de ahorro, por lo que su capacidad para presionar al alza o a la baja los precios de los activos transados es mayor que la que puede tener un inversor de menor tamaño.
- Sus operaciones de inversión son a corto plazo y éstas son más inestables que las que se realizan a medio o largo plazo.

¹⁴⁴ Cfr. Eatwell, J., *CEPA Working papers*, USA, octubre de 1996, esp. Serie 1, Nº 1. Cit. International capital liberalization: The impact on world development.

¹⁴⁵ Cfr. Crockett, Jean, Blume E. M. y Taubman P., *Economic Activity and Finance*, Cambridge, Massachusetts, Ballinger, 1982.

¹⁴⁶ Cfr. Das, D., *APSEM Working papers*, Australia, AUSTRALIAN NATIONAL UNIVERSITY, 1998, esp. Nº DI 98/3. Cit. Flows and runs: Capital and speculation in emerging market economies.

¹⁴⁷ Cfr. Sias, R., *Financial analysts journal*, USA, 1996, esp. Vol. 52, Nº 2, pp. 13-20. Cit. Volatility and the institutional investor.

¹⁴⁸ Cfr. Ídem.

- Los fondos de inversión colectiva suelen sucumbir con mayor frecuencia al *noise trading*¹⁴⁹ que otros inversores financiero.

3.3.3. El papel de los intermediarios financieros.

Revisado el punto anterior, se puede analizar el cambio que la innovación financiera trajo consigo para los intermediarios financieros. De esta manera al actuar con frecuencia sin información, los inversionistas están sometidos en mayor medida a comportamientos de *herding*.¹⁵⁰ El motivo por el que los fondos de inversión colectiva realizan gran parte de sus negocios sin la información necesaria es, porque dichos fondos de inversión, dada su imagen, suelen dar la impresión a sus clientes de que están invirtiendo con la información necesaria para hacerlo correctamente, aunque no sea así.¹⁵¹

La importancia de este comportamiento radica en que los inversionistas e intermediarios financieros se han convertido en la mayor fuente de desequilibrios financieros a causa de la creciente desregulación en los mercados financieros por todo el mundo y de la avanzada liberalización financiera.¹⁵² No obstante, Los marcos regulatorios, las instituciones supervisoras, y la propia definición de inversionistas institucionales cambia incluyendo diversas formas de participación en los mercados, diferentes regulaciones y marcos jurídicos de organización, y que pueden ser diferentes en cada país¹⁵³

Sin embargo, los intermediarios financieros no son un fenómeno nuevo. Su presencia en los mercados financieros ha sido creciente en los últimos años y han pasado a ocupar un lugar preeminente tanto por el volumen de

¹⁴⁹ El noise trading es definido por Sias (1996) como el comercio financiero institucional no inducido por la información. En otras palabras, es un noise trader aquel agente que realiza sus operaciones de inversión con información escasa sobre la rentabilidad de sus inversiones.

¹⁵⁰ Por lo que respecta al herding entre los fondos de inversión colectiva, éste se explicaría con tres argumentos. Primero, el perfil de los miembros de esta comunidad es altamente homogéneo. Esto significa que es muy probable que existan similitudes entre las decisiones de inversión de los distintos fondos de inversión colectiva. Segundo, el mayor o menor éxito de las decisiones de inversión de un fondo determinado se mide en función del éxito o del fracaso de otros fondos de inversión de características similares, por lo tanto, muchas decisiones se toman en función de las decisiones tomadas previamente por otro fondo de inversión. Tercero, está el problema de la asimetría de los incentivos; y es que las pérdidas causadas por una mala gestión del fondo son más costosas para dicho fondo (en términos reputacionales) que las ganancias percibidas por una correcta gestión. Así que al fondo de inversión no le compensa ir a contracorriente.

¹⁵¹ Cfr. Sias, R., *Financial analysts journal*, USA, 1996, esp. Vol. 52, Nº 2, pp. 13-20. Cit. Volatility and the institutional investor.

¹⁵² Cfr. Correa, E. G., *Globalidad, crisis y reforma monetaria*, México, UNAM-IIEC, UAM, CELAG, 1999.

¹⁵³ Cfr. Ídem.

recursos que manejan como por su posición en los mercados, sus estrategias de colocación y su diversa vinculación con otros intermediarios financieros.

Los intermediarios financieros son una amplia gama de fondos de pensión, sociedades de inversión, fondos manejados por aseguradoras, fideicomisos, entre otros. Aunque difieren de manera importante por cuanto a su composición de cartera y las normas regulatorias que se les aplican, tienen en común los siguientes puntos:¹⁵⁴

- Reaccionan de manera inmediata reconfigurando su cartera con los cambios en la percepción de sus administradores sobre la rentabilidad esperada. Su amplio volumen de compras y ventas produce movimientos masivos que determinan fluctuaciones marcadas en los precios de los distintos instrumentos con que operan.
- Su posición en valores extranjeros ha podido ampliarse a partir de cambios regulatorios importantes. De manera que nuevos cambios en la normatividad de dichos fondos pueden nuevamente modificar y ampliar la composición de la cartera, en particular de su tenencia en valores extranjeros.
- La normatividad relativa a la composición de valores extranjeros ha venido estableciendo techos o puntos de saturación a sus posiciones externas. Así, llegado al "punto de saturación", dichos inversionistas pueden cambiar sus preferencias por valores externos, pero no ampliar significativamente sus flujos hacia valores extranjeros.
- Su participación en valores extranjeros, si bien en un rango porcentual pequeño respecto del volumen total de activos que manejan, está muy vinculada al comportamiento de los tipos de cambio, en la medida en que su rentabilidad finalmente es medida en términos del dólar. Sin embargo, también una masiva reconfiguración de sus carteras en títulos extranjeros de determinado país, pueden comportar una modificación significativa en el tipo de cambio.
- La gran liquidez de los títulos manejados por estos inversionistas les permite hacerse y desprenderse rápidamente de sus posiciones nacionales o extranjeras en respuesta a cambios en las expectativas. La amplia competencia entre sí, la necesidad de los administradores de los grandes fondos de ofrecer rendimientos por encima de las tasas pagadas por las inversiones tradicionales, les impulsa a la búsqueda de altos rendimientos en plazos cortos. De manera que su permanencia en cierto tipo de títulos o en ciertos mercados puede ser de muy corto plazo. La participación de los inversionistas institucionales,

¹⁵⁴ Cfr. Correa, E., *Crisis y desregulación financiera*, México, UNAM-IIEC-SIGLO XXI, 1998.

estadounidenses en particular, fue muy importante en el flujo de capitales externos que recibió la economía mexicana entre 1990 y 1994. Entre otros los fondos administrados por Fidelity, Scudder, Merrill Lynch, Oppenheimer, Putman Funds Management, March and McLennan Co., Soros Fund Management, Salomon Brothers Inc., Nomura Securities Co., Weston Bank; pero también otros administrados por filiales bancarias como los de JP Morgan, CS First Boston.

Efectivamente, Krugman¹⁵⁵ considera que una modesta recuperación de las perspectivas económicas a comienzos de los noventa, después de las fuertes crisis de los ochenta, creó una especie de burbuja especulativa: los inversionistas comenzaron a invertir en los mercados emergentes, y provocaron que las cotizaciones subieran, impulsadas por ellos mismos. A su vez, se iba elaborando El Consenso de Washington, y todo el mundo creía en él. Cuando los gobiernos de los países emergentes adoptaron los paquetes de políticas que el FMI les proponía, en base al Consenso, los inversores confiaron todavía más en estos países y continuaron invirtiendo en ellos a corto plazo, pues, parecía que los paquetes funcionaban.

Correa¹⁵⁶ menciona que la reorganización de la intermediación, la apertura de fondos de riesgo del más variado orden, que son los principales tenedores de grandes portafolios diversificados, han sido el soporte para el desarrollo de la bursatilización del crédito, para la bursatilización de activos públicos y privados, y para el incremento del endeudamiento de los estados nacionales.

Observamos entonces cómo el papel de los intermediarios financieros ha ido tomando mayor importancia en relación a los flujos de capital que manejan y por la hipersensibilidad que tienen con respecto a la percepción del riesgo. Por tanto, generan una mayor fragilidad financiera, que inyectan al sistema por la insuficiente información respecto al grado de exposición de cada intermediario en sus distintas operaciones y los mercados en los que operan, además, por el elevado nivel de apalancamiento¹⁵⁷ entre los propios intermediarios.¹⁵⁸

¹⁵⁵ Cfr. Krugman, Paul R. *De vuelta a la Economía de la Gran Depresión Virtual*. Grupo Editorial Norma. Bogotá, Colombia, 1999.

¹⁵⁶ Cfr. Correa, E., *Crisis y desregulación financiera*, México, UNAM-IIEC-SIGLO XXI, 1998.

¹⁵⁷ El apalancamiento es obtener financiamiento por medio del endeudamiento.

¹⁵⁸ Cfr. Correa, E. G., *Globalidad, crisis y reforma monetaria*, México, UNAM-IIEC, UAM, CELAG, 1999.

Capítulo IV. Crisis financiera internacional.

Hemos observado cómo los mercados financieros se han ido integrando poco a poco hasta formar un mercado globalizado, por lo cual un pequeño desajuste provoca una gran turbulencia en todo el sistema financiero internacional. La complejidad que caracteriza al actual sistema financiero, así como las nuevas modalidades en el financiamiento del desarrollo, han hecho que la globalización financiera traspase las fronteras de muchos sistemas financieros nacionales.

Es común señalar que desde la ruptura de los Acuerdos de Bretton Woods, con el abandono de la paridad de tipos de cambio fija oro-dólar, los mercados financieros nacionales y las relaciones financieras internacionales han venido transformándose de manera acelerada. El cuestionamiento de las regulaciones estatales de la posguerra en los mercados financieros, abrió espacio nuevamente la pauta a las ideas del libre mercado y ha conducido a la conmovición sistemática de éstas en los ámbitos comercial y financiero en particular.

A la llamada represión financiera se le atribuye la inhibición del ahorro, la obstaculización para la asignación eficiente de los recursos financieros, así como también se le considera una de las causas de la operación ineficiente de los intermediarios financieros. De ahí que se impulsaron sucesivas políticas de liberación con el objetivo de elevar el ahorro, alcanzar una asignación eficiente de los recursos financieros y lograr una operación competitiva de los intermediarios. Así encontramos hacia los últimos años del siglo XX:

- Desregulación sobre las tasas de interés y liberación de las tasas de cambio.
- Crecimiento de las operaciones en centros financieros off-shore.
- Crecimiento de las operaciones financieras fuera de balance y del intercambio privado de títulos, con el resurgimiento y el desarrollo de la innovación financiera.
- Amplio desarrollo de firmas financieras no bancarias, auge de los llamados inversionistas institucionales.
- Configuración de mega conglomerados financieros, con una tendencia a borrar las fronteras entre firmas bancarias y financieras no bancarias, ahí donde estas existían con una tendencia a la bursatilización del crédito.

- Tendencia a la ampliación de la expresión financiera de los activos junto con un amplio movimiento hacia las privatizaciones y bursatilización de los activos.
- Privatización de los fondos de seguridad social.
- Crecimiento de la deuda de los estados nacionales y ampliación de su bursatilización.
- Crecimiento de los niveles relativos de endeudamiento del sector privado y de las familias.

En síntesis, los mercados financieros están más estrechamente vinculados y prevalece una financiación de las economías con una preeminencia del dólar y de las grandes firmas financieras en las operaciones. Entre las consecuencias directas pueden señalarse:

1. Tendencia a la presencia de crisis financieras y o bancarias tanto en los países desarrollado como en desarrollo.
2. Las crisis financieras han venido cobrando mayores proporciones y tiendes a convertirse en crisis sistémicas lo que se describe como efecto contagio.
3. Crecientes dificultades para enfrentar los requerimientos de liquidez frente a las crisis financieras.
4. Paulatino deterioro de la capacidad financiera de los estados nacionales debido a la elevación de los costos financieros sobre sus ingresos fiscales.

Después del auge de la liberalización financiera a finales del siglo pasado son muchos los análisis que la señalan como el proceso que ha conducido a la proliferación de crisis financieras. Prácticamente en todos los países en desarrollo los procesos de desregulación financiera han desembocado en crisis bancarias y financieras, desde Chile en los años setenta hasta México en 1994 e Indonesia en 1997 y la más reciente en Estados Unidos en 2008.¹⁵⁹

Este capítulo, por tanto, hace una revisión de la crisis hipotecaria de 2008 en donde la burbuja especulativa del sector financiero paso a tener efectos de gran impacto, no solo dentro del territorio estadounidense sino también en el resto del mundo en el marco de la globalización financiera que se mencionó en el capítulo anterior

¹⁵⁹ Para conocer un estudio histórico a las crisis precedentes a 2008 véase Girón, González, Alicia (1998), "Crisis financieras y crisis bancarias", ponencia presentada en el Seminario La Integración Monetaria en América Latina y las Lecciones que se pueden sacar para Europa. Universidad de Marne La Vallée e ISMEA, 16 17 marzo de 1998.

4.1. Aspectos teóricos de la crisis.

A lo largo de este trabajo se ha sostenido que un proceso de globalización financiera coadyuvada con la desregulación o falta de regulación del sistema financiero pueden encontrarse entre las causas del estallido de una crisis financiera. Para sustentar la afirmación anterior podemos referir una amplia variedad de estudios teóricos (la mayoría de ellos de signo marcadamente keynesiano o nekeynesiano) que, si bien no analizan la relación entre las dos variables (globalización financiera-estallido de crisis), sí estudian las relaciones entre variables similares, como pueden ser la liberalización financiera en lugar de la globalización financiera o el riesgo de crisis en lugar del estallido además podemos referirnos a otra corriente a favor del libre mercado: la escuela austriaca.

Podemos encontrar así un grupo de propuestas teóricas que se han dedicado a analizar las distorsiones económicas internas que puede provocar la apertura financiera de una economía. Kregel,¹⁶⁰ por ejemplo, denuncia la inestabilidad que la liberalización financiera puede aportar a una economía cuyos agentes están sobre endeudados. Más específicamente, McKinnon y Pill¹⁶¹ estudian la relación entre un proceso de apertura financiera y el sobreendeudamiento por parte de las unidades económicas privadas de la economía recientemente liberalizada. Asimismo, Mishkin¹⁶² arguye que existe una serie de factores cuya aparición puede dar lugar al empeoramiento de ciertos problemas de información característicos de los mercados financieros y que el empeoramiento de dichos problemas da lugar al aumento de la vulnerabilidad financiera de la economía en su conjunto.

Hay otros autores que señalan las deficiencias que pueden ser provocadas por los cambios cualitativos derivados de la internacionalización financiera de la economía. En este sentido, Eatwell¹⁶³ destaca el aumento de la volatilidad y el acortamiento temporal de los horizontes de inversión como consecuencia de la aparición de productos financieros derivados. Asimismo,

¹⁶⁰ Cfr. Kregel, Jan A., *Yes, 'it' did happen again. A Minsky crisis happened in Asia*, USA, abril 1998, JEROME LEVY INSTITUTE WORKING PAPER, esp. N° 234, Cit. The Jerome Levy Institute of Bard College.

¹⁶¹ Cfr. McKinnon, Ronald I. y Huw Pill, *Credible economic liberalizations and overborrowing*, USA, THE AMERICAN ECONOMIC REVIEW, mayo de 1997, esp. Vol. 87, N° 2, pp. 189-203.

¹⁶² Cfr. Mishkin, Frederic S., *International capital movements, financial volatility and financial instability*, USA, NBER WORKING PAPERS, enero de 1998, esp. N° 6390.

¹⁶³ Cfr. Eatwell, John, *CEPA Working papers*, USA, NEW SCHOOL FOR SOCIAL RESEARCH, octubre de 1996, esp. Serie 1, N° 1. Cit. International capital liberalization: The impact on world development.

Sias¹⁶⁴ sostiene que el auge de los fondos de inversión colectiva en los mercados financieros globales redundaría en una mayor volatilidad en dichos mercados como consecuencia, fundamentalmente, del comportamiento gregario de este tipo de agentes.

Encontramos también, señalan Huerta y Pureco,¹⁶⁵ que en el siglo XIX, existió una corriente para comprender una crisis que se enfoca en un análisis sobre crisis financieras en función de la fase ascendente del ciclo económico. Reconoce dos factores que inciden directamente sobre el ciclo: el sobreendeudamiento y la deflación. Esta corriente señala que algún suceso exógeno (inventos, guerras, descubrimiento de oro ó petróleo) precipita la tendencia ascendente del ciclo porque mejora la oportunidad de beneficios y de la inversión como factores sustanciales lo que inyecta optimismo y puede generar una mayor especulación basada en falsas expectativas.

Irving Fisher, Hyman Minsky y Charles Kindleberger se¹⁶⁶ encuentran en esta corriente, donde el ciclo económico, la fragilidad financiera, la incertidumbre, las instituciones y la cuestionada racionalidad y psicología humana, son herramientas analíticas necesarias para entender las crisis bancarias y financieras. Así, cuando Fisher explica el ciclo económico de deuda-deflación, Minsky con su fragilidad financiera y Kindleberger con aspectos interesantes de psicología humana se forma un amplio abanico de herramientas analíticas que pueden orientarnos a explicar y tomar medidas *ex ante* y *ex post* de una crisis bancaria y financiera. El tratamiento teórico en este sentido rivaliza con la concepción exageradamente normativa de las principales corrientes que influyen en las decisiones de las economías y en particular de las economías en desarrollo con su dogma de libre mercado.¹⁶⁷

En síntesis, el aspecto más destacado de estos modelos, para la presente investigación, es el papel preponderante que estas teorías asignan a los mecanismos de funcionamiento de los mercados financieros internacionales en el ataque especulativo y el estallido de una crisis financiera. Así, a pesar de la carencia de una teoría (o varias) que

¹⁶⁴ Cfr. Sias, Richard W., *Volatility and the institutional investor*, USA, FINANCIAL ANALYSTS JOURNAL, marzo-abril 1996, esp. Vol. 52, Nº 2, pp. 13-20.

¹⁶⁵ Cfr. Huerta, Carlos y Pureco, Alfredo, *Teoría económica: Crisis bancaria y financiera, un problema no resuelto para el caso de México*, México, UNAM, 2 al 4 de septiembre de 2003. Cit. Ponencia presentada en el Seminario Institucional de Economía Financiera, celebrado en el Instituto de Investigaciones Económicas.

¹⁶⁶ Cfr. Santana, Ruddy, *La Teoría Deuda – Deflación del Ciclo de Fisher y la Teoría sobre la crisis financiera de Minsky: Una comparación en investigación económica 215*, México, UNAM, enero-marzo de 1996, esp. pp. 45-75 y Kindleberger, Charles P., *Manías, pánicos y cracs*, Ariel, España, 1989.

¹⁶⁷ Cfr. Huerta, Carlos y Pureco, Alfredo, *Teoría económica: Crisis bancaria y financiera, un problema no resuelto para el caso de México*, México, UNAM, 2 al 4 de septiembre de 2003. Cit. Ponencia presentada en el Seminario Institucional de Economía Financiera, celebrado en el Instituto de Investigaciones Económicas.

relacione un proceso de globalización financiera y por ende de la desregulación que representa con el estallido de una crisis de carácter financiero, existen diversos modelos teóricos, formales y no formales, así como varias hipótesis, que, combinados, pueden servir de base para realizar una propuesta teórica en la que estas dos variables queden vinculadas.

Un marco teórico combinado con las hipótesis de las diversas teorías, mencionadas anteriormente podrían conducirnos a afirmar que la globalización financiera incide en el estallido de una crisis financiera mediante dos vías principales.¹⁶⁸ La primera vía podría llamarse la vía “externa” o “internacional” y la segunda vía sería la vía “interna” o “nacional”. La vía internacional es la vía mediante la cual la globalización financiera (entendida como un aumento de los flujos de capital y, en concreto, de la liquidez a escala internacional) provoca un aumento de la volatilidad y del riesgo y, por tanto, de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales.¹⁶⁹ Además, la globalización financiera también puede coadyuvar al estallido de una crisis financiera, mediante canales internacionales, al otorgar un mayor peso a los agentes financieros (fondos de inversión colectiva, fundamentalmente) que toman parte activa en el desencadenamiento de ataques especulativos.

La segunda vía mediante la cual la globalización financiera subyace al estallido de crisis financieras en economías emergentes, esto es, la vía nacional, radica en que el proceso de globalización financiera fuerza la liberalización financiera de este tipo de economías. Esto da lugar a la entrada masiva de capital extranjero en la economía recientemente liberalizada. Las características específicas de este tipo de capitales, sumadas a algunos elementos internos de la economía receptora y a la mala canalización del ahorro externo, dan lugar al deterioro de la salud financiera de la economía liberalizada. Así, por ejemplo, el aumento de la asimetría de la información en los mercados financieros internacionales determina, en parte, la estructura de las entradas de capital en las economías emergentes o un aumento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales puede generar unas expectativas demasiado optimistas acerca de la rentabilidad de los proyectos de inversión en la economía receptora de capital.

¹⁶⁸ Cfr. Olivé Aldasoro, Iliana, *Globalización financiera y crisis en economías emergentes*, Madrid España, TESIS DOCTORAL DIRIGIDA POR EL DR. PABLO BUSTELO GÓMEZ DE LA FACULTAD DE CC. ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES DE LA UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID, ESPAÑA, 2002.

¹⁶⁹ Esta primera vía de propagación podría ser válida para cualquier tipo de economía, ya fuera desarrollada o subdesarrollada.

Parece que dentro del capitalismo de finales del siglo XX según Alexander Tarassiouk¹⁷⁰ hay una fase del capitalismo dominada por el capital financiero, en donde el capital ficticio se ha convertido en un factor determinante de la vida económica puesto que impone sus reglas y condiciones a la economía en su conjunto.

En los últimos decenios fuimos testigos de un gran cambio en políticas económicas a nivel mundial: pasando del sistema fundado en Bretton Woods a los principios basados en el Consenso de Washington. Nuevas políticas económicas están dando prioridades a la reproducción de capital ficticio, mientras que el sector real queda en desventaja. Como prueba ello está la reducción generalizada de las tasas de crecimiento de las economías del entorno capitalista después de la época de oro, o sea, a partir del decenio de los setenta (véase grafica 1).

El principio importante del nuevo sistema es la estabilidad cambiaria. Pero si en los marcos del sistema de Bretton Woods dicha estabilidad fue orientada a favor del desarrollo del comercio y de la producción, entonces las políticas del Consenso de Washington, al contrario priorizan intereses de los inversionistas financieros y afectan a los productores de bienes materiales y servicios. Pero al hacer esto las instituciones actuales no son capaces de prevenir los procesos destructivos que se desarrollan dentro de los esquemas existentes de regulación.

Lo anterior permite suponer que la crisis actual no es solamente una crisis cíclica, sino, también una crisis sistémica en el sentido del conflicto entre las instituciones de regulación surgidas con base en el interés del capital ficticio y las que necesitan para una reproducción no obstaculizada del sistema económico en conjunto.

En esta lógica podemos establecer una comparación de la crisis hipotecaria de 2008 con la crisis de 1929, ya que dicha crisis sistémica represento el inicio de nuevas instituciones regulatorias que se formalizaron con la creación del sistemas de Bretton Woods como forma adecuada al nuevo capitalismo monopolista a partir de 1947 y hasta la mitad de los años setenta suponiendo entonces que el carácter profundo y no habitual de la crisis de 1929 se debió en gran medida a la falta de formas de regulación, sin embargo comparar ambas crisis llevaría todo un trabajo adicional.

¹⁷⁰ Cfr. Tarassiouk, Alexander, *Globalización y desarrollo: alternativas y retos de la economía mexicana*, UAM, Unidad Iztapalapa, División de Ciencias y Humanidades, 1997.

Del mismo modo el sistema Bretton Woods comenzó a perder su eficacia. Estado Unidos dejó de ser la única potencia mundial, surgiendo centros de poder económico como la Unión Europea y Japón. Aumentando el déficit en la balanza de pagos de Estados Unidos, hasta que el oro dejó de ser convertido en dólares, pasó del tipo de cambio fijo a flotante, dando fin al sistema de tipo de cambio fijo. Con el paso a tipos de cambio flotantes se abrió un enorme mercado para especulaciones con divisas, amplió el sector financiero mediante el incremento en las inversiones financieras en comparación con las inversiones productivas. Además se implementaron políticas de desregulación de la economía, privatizaciones y aperturas comerciales y todo lo que favorecía a los movimientos de capitales.

En 2008 al igual que en 1929 los nuevos sistemas de regulación (basados en la prioridad del sector financiero y el dominio del capital financiero) originan las contradicciones y obstáculos para la reproducción del sistema económico en su conjunto. La crisis de 2008 se convirtió en un crac que reveló la falta de regulaciones y normatividad adecuada por parte de las instituciones financieras formadas a partir del sistema Bretton Woods, lo que explica su profundidad y amplitud excepcional.

Alexander¹⁷¹ señala además, que la actual crisis económica es el resultado del paso del capitalismo a una nueva etapa de expansión en la cual el sector financiero y el capital ficticio están tomando un papel dominante, cuya función es derrumbar algunas instituciones fundadas en el sistema de Bretton Woods y crear instituciones que estén de acuerdo con las nuevas formas de reproducción del capital y que cuente además con regulaciones pertinentes para evitar en la medida de lo posible crisis posteriores.

4.1.1. Fragilidad en el Sistema Monetario Internacional.

Tanto la innovación como la desregulación financiera han modificado los términos de competencia entre los intermediarios financieros, debilitando las estructuras financieras y acrecentando la distancia entre la esfera productiva y financiera.¹⁷²

Dentro de los procesos de globalización económica e integración financiera se hace cada vez más difícil desvincular a los distintos mercados financieros internacionales, por tal motivo se ha vuelto de suma importancia contar con un marco regulatorio que sea capaz de armonizar los sistemas financieros de

¹⁷¹ Cfr. Ídem.

¹⁷² Cfr. Correa, Eugenia, *Crisis y desregulación financiera*, México, UNAM-IIEC-SIGLO XXI, 1998.

cualquier economía, ya sea desarrollada o no. Como menciona Correa,¹⁷³ el avance tecnológico en la informática y su impacto en el sector financiero han hecho posible la expansión de los intermediarios financieros entre la población de altos ingresos y en las mayores empresas no financieras. Esta expansión tecnológica además aceleró los flujos financieros internacionales y la interrelación de los mercados.

López-Mejía¹⁷⁴ señala que dentro de las causas de la afluencia de capital se encontraba el interés de los inversionistas privados en las oportunidades que se presentaban en los mercados emergentes, la cual comenzó a manifestarse más claramente en los años noventa, debido a factores internos y externos.

Los factores internos, mejoraron la relación de riesgo-rentabilidad para los inversionistas extranjeros a través de tres causas:

1. El aumento de la solvencia gracias a la restructuración de la deuda externa en muchos países.
2. El aumento de la productividad originada por la reforma estructural y la confianza en la gestión macroeconómica de varios países en desarrollo que habían adoptado programas de estabilización exitosos.
3. El creciente interés por intervenir en los países que habían adoptado un régimen de tipo de cambio fijo, pues el riesgo de inestabilidad cambiaria se desplazó de los inversionistas al estado, al menos en el corto plazo.

En lo que respecta a los factores externos, actuaron al aumentar el interés de los inversionistas privados en las oportunidades de inversión transfronteriza como resultado de dos acontecimientos que afectaron la estructura financiera de los países exportadores de capital:

1. La reducción de los costos de comunicaciones.
2. La fuerte competencia y los crecientes costos de los mercados internos de los países industriales alentaron a sus empresas a producir en el extranjero con la finalidad de aumentar su eficacia y utilidades.
3. Hubo una mayor voluntad y capacidad de los inversionistas institucionales para acudir a los países con mercados emergentes en vista de las mayores tasas de rentabilidad previstas a largo plazo así como las mejores oportunidades para diversificar el riesgo al contar con mercados de valores más amplios y desarrollados, y finalmente por la viabilidad de las inversiones al liberalizarse la cuenta de capital.

¹⁷³ Cfr. Ídem.

¹⁷⁴ Cfr. López-Mejía, Alejandro, *Grandes flujos de capital. Causas, consecuencias y opciones de política, en finanzas y desarrollo*, Washington DC, FMI, septiembre de 1999, esp. Vol. 36, Nº 3.

La globalización financiera por medio del incremento en la afluencia de capital dió lugar a un incremento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales.

La lógica es la siguiente: la existencia de asimetrías de información provoca un aumento de la volatilidad y del riesgo de los mercados financieros y de capitales mundiales, dicho aumento se traduce también en un aumento en la incertidumbre en las operaciones financieras internacionales. Provocando finalmente un aumento de la fragilidad del sistema monetario y financiero internacional.

Según Iliana Olivé¹⁷⁵ hay tres factores que promueven el aumento de la asimetría de la información: El aumento de los flujos internacionales de capital, el aumento de la liquidez internacional y el aumento de la incertidumbre.

Sin importar que se trate de un mercado financiero internacional o no, siempre está presente el problema de la asimetría de la información, porque simplemente se recoge el hecho de que la información no es perfecta y que se reparte de forma desigual entre los agentes que participan en el mercado.

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

Los factores que promueven el aumento de la asimetría de la información serían son.¹⁷⁶ El primero es el aumento de los flujos internacionales de capital; el segundo, el aumento de la liquidez internacional; y, en último lugar, el aumento de la incertidumbre. Cualquier mercado financiero (aunque éste sea nacional) sufre el problema de la asimetría de la información. La asimetría de la información simplemente recoge el hecho de que la información en los mercados financieros no es perfecta, es decir, que se reparte de forma desigual entre los agentes que participan en dicho mercado.

¹⁷⁵ Cfr. Olivé Aldasoro, Iliana, *Globalización financiera y crisis en economías emergentes*, Madrid España, TESIS DOCTORAL DIRIGIDA POR EL DR. PABLO BUSTELO GÓMEZ DE LA FACULTAD DE CC. ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES DE LA UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID, ESPAÑA, 2002.

¹⁷⁶ Cfr. Olivé Aldasoro, Iliana, *Globalización financiera y crisis en economías emergentes*, Madrid España, TESIS DOCTORAL DIRIGIDA POR EL DR. PABLO BUSTELO GÓMEZ DE LA FACULTAD DE CC. ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES DE LA UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID, ESPAÑA, 2002.

Por ejemplo, en cualquier contrato de deuda, el prestatario tiene siempre más y mejor información que el prestamista acerca de la rentabilidad esperada del proyecto para el cual se está endeudando. Esta diferencia de información entre agentes que operan en los mercados financieros podría corregirse, en principio, con la compra de información por parte del agente que está peor informado. No obstante, al repasar la hipótesis de la inestabilidad financiera de Mishkin,¹⁷⁷ de que dicha compra de información no se realiza debido a la existencia de *free-riders* (o lo que es lo mismo, al comportamiento de *herding* que los *free-riders* adoptan).¹⁷⁸ La existencia de *free-riders* actúa, pues, como desincentivo para que los agentes que operan en los mercados financieros adquieran información en base a la cual decidir sobre sus inversiones.

En este mismo sentido, la globalización económica y financiera empeora el problema de la asimetría de la información, puesto que los mercados dejan de ser locales y se internacionalizan. En otras palabras la asimetría aumenta cuando el prestamista y el prestatario pertenecen a mercados o economías distintas: el prestamista tiene entonces menos información acerca del prestatario de la que tendría si este último perteneciera a su propio mercado.¹⁷⁹

Con respecto al aumento de la liquidez internacional, algunos de los planteamientos repasados en las teorías sobre innovación y desregulación financiera hacen referencia a la incidencia de la liquidez en el grado de incertidumbre en los mercados financieros. Según Shafer,¹⁸⁰ la consolidación de los productos financieros derivados ha dado lugar a un aumento de la liquidez internacional debido a que la mayoría de los derivados financieros que se intercambian en los mercados financieros internacionales vencen a corto plazo. Desde este punto de vista, la abundancia de liquidez transforma el

¹⁷⁷ Cfr. Mishkin, Frederic S., *International capital movements, financial volatility and financial instability*, USA, NBER WORKING PAPERS, enero de 1998, esp. Nº 6390.

¹⁷⁸ Recuérdese que el *free-rider* es el agente que, en vez de adquirir información en base a la cual tomar sus decisiones de inversión, decide usar la información adquirida previamente por otro agente, limitándose a imitar las decisiones de inversión (*herding*) que toma el agente que ha adquirido información.

¹⁷⁹ La existencia de *free-riders* es más corriente en los mercados de cotización oficial que en los mercados de contratos privados de deuda, en los que la información acerca de las condiciones del contrato no tienen por qué filtrarse a más agentes. Sin embargo, puede considerarse que en el momento en el que se trata de flujos internacionales de capital, la existencia de *free-riders* se ve incrementada en los mercados de contratos privados de deuda. Si bien estos pueden permanecer “secretos” cuando se conciertan a escala nacional, se hacen públicos si se trata de un contrato internacional ya que la operación entre prestamista y prestatario queda inmediatamente reflejada en las balanzas de pagos de los países a los que pertenecen el prestamista y el prestatario.

¹⁸⁰ Cfr. Shafer, Jeffrey R., *Managing crises in the emerging financial landscape*, USA, OCDE ECONOMIC STUDIES, otoño 1987, esp. Nº 9, pp. 55-78.

comportamiento de los agentes que operan en dichos mercados, acortando el horizonte temporal para la toma de decisiones.

Si además de los *free-riders* existe cierta facilidad para realizar las inversiones a corto plazo o en títulos volátiles,¹⁸¹ es decir, si existe liquidez en el sistema, el desincentivo para invertir en información es aún mayor ya que el riesgo que se corre en una inversión a corto plazo o muy líquida estando desinformado es menor que el que se corre si esa misma inversión vence a largo plazo. Así, puede decirse que la aparición de los productos financieros derivados ha contribuido al aumento de la asimetría de la información en los mercados financieros internacionales mediante el desincentivo para la compra de información que supone el aumento de la liquidez a escala mundial.

Sin embargo los derivados financieros y el proceso de innovación tecnológica en general, no son los únicos factores que promueven el aumento de la liquidez en los mercados mundiales. También el propio aumento de los flujos internacionales de capital como consecuencia de la globalización financiera se traduce en un aumento de los flujos, tanto a largo como a corto plazo.

Con respecto al aumento de la incertidumbre, ésta tiene una relación circular con la asimetría de la información, ya que el aumento en esta última causa un aumento del riesgo y de la volatilidad, por ende, un incremento en la incertidumbre.

Por último, el comportamiento de los inversionistas internacionales repercute en el riesgo y la volatilidad, presionando ambos al alza. Sias¹⁸² argumenta que los fondos de inversión colectiva aumentan el riesgo de los mercados. En primer lugar, negocian altos volúmenes de ahorro, por lo que tienen mayor poder que los inversores de menor tamaño (que suelen operar a nivel nacional) para determinar los precios de los activos que negocian; en segundo lugar, suelen realizar gran parte de sus inversiones a corto plazo. y, en tercer lugar, suelen estar sujetos en mayor medida que otros inversionistas a comportamientos de *herding*.

Se puede decir que el segundo y tercer motivo están relacionados porque ambos son consecuencia de la mayor liquidez en los mercados financieros

¹⁸¹ En este caso, las inversiones en títulos volátiles representan las inversiones realizadas en acciones cotizables o en títulos de deuda que cotizan, asimismo, en mercados oficiales. Técnicamente, estas inversiones no pueden ser consideradas inversiones a corto plazo, ya que las acciones carecen de vencimiento (en cualquier caso, se considerarían a largo plazo) y ya que los bonos cotizables pueden tener cualquier vencimiento: a corto ó a largo plazo. No obstante, el comportamiento de los títulos cotizables (acciones o deuda) es idéntico al de las inversiones a corto plazo dada su rápida y fácil liquidación por parte del tenedor del título.

¹⁸² Cfr. Sias, Richard W., *Volatility and the institutional investor*, USA, FINANCIAL ANALYSTS JOURNAL, marzo-abril 1996, esp. Vol. 52, Nº 2, pp. 13-20.

internacionales, es decir, menos niveles de información en la toma de decisiones de inversión, así como comportamiento de *herding* se asocian con un aumento en la liquidez y por ende generan un mayor riesgo.

4.1.2. El enfoque neokeynesiano y la escuela austriaca.

Como es sabido, en el año 2008 estalló la burbuja especulativa del mercado inmobiliario de Estados Unidos, provocando la quiebra, no solo de importantes instituciones financieras, si no convirtiéndose además en una crisis de alcance internacional que desencadenó efectos nocivos en el sector financiero y el sector real de la economía: producción y empleo.

Existen diversas interpretaciones para explicar la crisis actual, sin embargo hay dos enfoques de análisis económico que tienen mayor peso: el enfoque keynesiano y la Escuela Austriaca. El primero considera que la intervención gubernamental es imprescindible para poder reanudar los flujos internacionales y así poder evitar que la recesión se convierta en una gran depresión, similar a la de 1929. Por otra parte la escuela austriaca se mantiene firme en la línea de libre mercado, ya que considera que la intervención del gobierno puede ser contraproducente al tratar de corregir los efectos de la crisis.¹⁸³

El enfoque austriaco se inició con los trabajos de Carl Menger (1840-1921) quien formuló el análisis marginalista durante la década de 1870. Los conceptos marginalistas se han incorporado con éxito al estudio de los problemas de índole microeconómica. Una segunda generación de economistas austriacos cuyo mayor exponente fue Eugen von Bohm Bawerk (1851-1914), criticó con dureza los fundamentos de *El capital* de Karl Marx, considerando que existía una contradicción entre la teoría del valor-trabajo, aplicada en su primer tomo, y la teoría de los precios de producción aplicada en el tercero, entre otros aspectos de importancia. Más adelante algunos intelectuales austriacos, como Ludwig von Mises (1881-1973) y Friedrich Hayek (1899-1992), contribuyeron de manera decisiva a la consolidación de la escuela austriaca, al proponer una explicación de la crisis económica, entre otros aspectos importantes. Una propuesta básica del enfoque austriaco es la defensa del régimen de propiedad privada y el libre funcionamiento de los mercados, considerando la intervención gubernamental como la causa fundamental de la crisis económica.

Sin embargo, a partir de la gran depresión de los años treinta surgieron otras interpretaciones de la crisis, como la de John Maynard Keynes (1883-1946)

¹⁸³ Cfr. Cué Mancera, Agustín, *Dos enfoques sobre la crisis económica internacional*, México, esp. pp. 12-74. Cit. La integración económica ante la primera crisis financiera del siglo XXI.

en la *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero* (1936). En las dos décadas posteriores a la publicación de esa obra numerosos economistas abandonaron los preceptos del libre mercado, convirtiéndose en partidarios de la intervención gubernamental como mecanismo de ajuste del sistema económico.

A partir de la crisis de 1929 podemos diferenciar dos grandes corrientes de pensamiento económico: por un lado están los partidarios del libre mercado, adeptos de la escuela austriaca, que ven en la intervención del gobierno y sindicatos elementos perjudiciales al bienestar de los individuos. De acuerdo con ellos, la solución a la crisis consiste en que los mercados se ajusten a la baja, sin que el gobierno intente moderar los efectos de ese ajuste, aunque esto signifique un largo periodo de reducida actividad económica y, por tanto, de elevado desempleo. Afirman que cualquier intervención adicional del gobierno agravaría los problemas de la recuperación económica, provocando crisis posteriores.

En contraposición están los que argumentan que en determinadas situaciones, la intervención gubernamental mejora los resultados obtenidos por el libre funcionamiento de los mercados, es decir el enfoque neokeynesiano, teniendo como representantes contemporáneos a Paul Krugman, Paul Samuelson y Joseph Stiglitz.¹⁸⁴ Bajo esta perspectiva la crisis se puede deber al comportamiento errático de los propios inversionistas, quienes en ocasiones basan sus decisiones en expectativas demasiado optimistas y, en otras, excesivamente pesimistas.

Bajo este tenor el concepto de la incertidumbre pasa a formar parte fundamental en la toma de decisiones de inversión y por ende en el comportamiento de la actividad económica. Es decir, las expectativas que tienen los inversionistas en el presente pueden alentar o desalentar la actividad económica.

Si las expectativas respecto al rendimiento son pesimistas, habrá una reducción de la demanda agregada y por tanto una disminución de la actividad económica. En este caso, los mecanismos de ajuste del mercado, como la reducción de presión y salarios, no reestablecerían con prontitud un elevado nivel de empleo precipitando a la economía a una severa depresión. Incluso creer que la reducción de precios y salarios es la solución a la crisis podría ser contraproducente, ya que los agentes podrían posponer su consumo en espera de que los precios bajen aun más y de esta manera mejorar su posición relativa,

¹⁸⁴ Todos estos autores comparten un núcleo básico de ideas provenientes del pensamiento keynesiano.

impidiendo la reactivación económica y empeorando la situación de todos los agentes económicos.¹⁸⁵

Desde la perspectiva nekeynesiana, el gobierno debería incrementar su gasto para recompensar la reducción de la demanda agregada, restableciendo los niveles de producción y empleo previos a la crisis.

Respecto a la crisis de 2008 tanto la escuela austriaca como los nekeynesianos son capaces de aportar elementos útiles para la explicación del funcionamiento económico. Por un lado los partidarios del libre mercado argumentan que la excesiva expansión monetaria por parte de la Reserva Federal estadounidense alimentó la burbuja especulativa y provocó la disminución del nivel de producción y aumentó el nivel de desempleo. Sin embargo, argumentaron que las instituciones financieras que incurrieron en riesgos no debieron de ser rescatadas con dinero de los contribuyentes al momento de reventar la burbuja especulativa, ya que cuando existen ganancias estas se privatizan pero cuando son pérdidas se socializan.

Por parte de los nekeynesianos se enfatiza en la ineficacia del mercado para revertir por si solo la caída económica, criticando los excesos cometidos por los mercados financieros al amparo de la desregulación promovida por el presidente Ronald Reagan.¹⁸⁶ Es decir, los bancos pasaron de tener que llevar a cabo procedimientos rigurosos para otorgar créditos a formar paquetes crediticios o *suprime* con un mayor nivel de riesgo, pero con un margen de ganancia mayor, creando con ello los llamados instrumentos derivados. El uso de derivados creció con rapidez, permitiendo que el nivel de apalancamiento alcanzara niveles extraordinarios en el incumplimiento de pagos en cualquier punto del sistema financiero, finalmente al reventar la burbuja especulativa hipotecaria numerosos inversionistas vendieron precipitadamente sus activos, provocando la caída abrupta de sus precios. Como mencionan los nekeynesianos, los precios y salarios al ser fijados por contratos legales presentan una menor flexibilidad puesto que los agentes económicos podrían posponer su gasto en espera de mayores rebajas impidiendo con ello la recuperación económica.¹⁸⁷

¹⁸⁵ Cfr. Vargas Sánchez, Gustavo, *La demanda agregada*, México, PEARSON PRENTICE HALL, 2006, esp. Cap. 13 pp. 319-331, 744. Cit. Introducción a la teoría económica. Un enfoque latinoamericano. Segunda edición.

¹⁸⁶ Tan perjudiciales medidas de apertura fueron promovidas originalmente por Margaret Thatcher y Ronald Reagan y después por los sucesivos gobiernos estadounidenses y por organismo multilaterales como el FMI, el BM, la Organización Mundial del Comercio (OMC), así como por acuerdos regionales (Tratado de Libre Comercio de América del Norte, TLCAN), los cuales han puesto en vigor reglas internacionales que han hecho muy volátil la economía mundial y provocado desequilibrios en los países subdesarrollados que los imposibilitan para elevar sus tasa de crecimiento a largo plazo.

¹⁸⁷ Cfr. Cuevas Ahumada, Víctor M., *Orígenes, evolución y perspectiva*.

4.2. Sistema financiero: formación y profundización de crisis.

Según Portes,¹⁸⁸ el concepto de crisis financiera engloba de manera general las crisis que encuentran su origen simultáneamente en dificultades del sistema bancario, en dificultades de deuda (privada o pública) y en la evolución del mercado cambiario o bien en alguno de estos elementos, que facilitan el surgimiento de crisis en un país.

Como sabemos, a lo largo del tiempo el sistema económico de mercado se ha acompañado siempre de periodos de turbación caracterizados por la caída de la producción y mas generalmente, por el deterioro de los indicadores macroeconómicos fundamentales, producción y empleo.

Con el desarrollo de los mercados financieros internacionales, el proceso de globalización e integración económica y financiera, han surgido nuevas perspectivas del análisis de la formación de crisis; en particular de la formación de burbujas especulativas y del contagio de situaciones adversas de un país a otro las que finalmente son dos fenómenos estrechamente ligados en el funcionamiento económico actual y que además constituye factores determinantes en la formación de crisis.

Bajo este tenor Fernando Velázquez Vadillo¹⁸⁹ estudia el funcionamiento del sistema financiero internacional relacionando los dos fenómenos mencionados anteriormente: burbujas especulativas y contagio, y que los elementos que contribuyen al surgimiento de crisis financiera son elementos de vulnerabilidad económica definidos como... “Aquellos factores económicos o financieros que facilitan el surgimiento de una crisis financiera en un país por que contribuyen a reproducir, profundizar y prolongar las crisis surgidas en otro país [...] y la consecuencia de su influencia se observa en el deterioro de los indicadores macroeconómicos”.¹⁹⁰

La apertura e integración financiera y comercial implica interdependencia en la determinación del devenir económico de los países y sus indicadores, interdependencia que ha alentado la transmisión de crisis financieras entre países

¹⁸⁸ Cfr. Portes, *Introduction, USA, FMI, WORLD ECONOMIC OUTLOOK, 2009.*

¹⁸⁹ Cfr. Velázquez Vadillo, Fernando, *El financiamiento bancario de las empresas industriales en México: un estudio desde la perspectiva del funcionamiento del sistema financiero*, Universidad Autónoma Metropolitana, Azcapotzalco, 2006.

¹⁹⁰ Cfr. Ídem.

y que puede verse facilitada por características de orden doméstico y que hacen vulnerables a las economías nacionales a la asimilación de crisis financieras.

Podemos indicar que el proceso de globalización financiera puede contribuir al surgimiento y transmisión de las crisis financieras, tanto por el proceso de globalización bancaria como por el endeudamiento de empresas privadas; identificando dos elementos de vulnerabilidad económica: la restricción de la liquidez y la restricción de capital. Ambos elementos provocan la disminución de la oferta de crédito de las filiales en el extranjero y la disminución en la actividad económica de los países en donde se encuentran. Además, el proceso de liberalización financiera acompañado de políticas monetarias restrictivas provoca un elevado endeudamiento en las empresas privadas y bancos que tienen efecto mediante dos vías: los costos de financiamiento (prima de financiamiento externo) y la formación de burbujas especulativas de precios.

4.2.1. Contagio de crisis financiera: Restricciones de liquidez y de capital.

Dentro de la globalización financiera se encuentra la creciente actividad de los bancos a través de sucursales en el extranjero que brindan a la institución bancaria globalizada la posibilidad de reasignar recursos (crédito) desde la sucursal matriz a las filiales.

Dentro del fenómeno de la globalización bancaria se encuentran las restricciones de liquidez y la imposición de requisitos de capital que actúan como elementos de vulnerabilidad económica de los países receptores de filiales de bancos extranjeros. Ambas restricciones desembocan en la reducción de la distribución del crédito de las sucursales, afectando con ello la actividad económica de los países en los que se sitúan.¹⁹¹

Las restricciones de liquidez podrían imponer una reducción más que óptima de los activos de los inversionistas internacionales cuando se ven afectados por la crisis en un mercado, lo que los fuerza a liquidar posiciones en otros mercados para obtener liquidez. Este fenómeno aporta un marco de análisis de comportamiento de las instituciones bancarias globalizadas durante periodos de restricción de liquidez.¹⁹² En este proceso la matriz puede obtener recursos de sus filiales en el extranjero aislando la actividad de crédito de la matriz de las

¹⁹¹ Para conocer más sobre las consecuencias en la restricción de liquidez y de capital ver Velázquez Vadillo, Fernando.

¹⁹² Cfr. Morser, Th., *International Finance*, USA, 2003, esp. 6:2, pp. 157-178. Cit. What is international financial contagion.

consecuencias de restricciones de liquidez en su mercado nacional. De esta manera las filiales tienen una menor disponibilidad de crédito, afectando con ello la actividad de inversión de las empresas y el consumo de los hogares. Finalmente, la falta de financiamiento de la economía hace vulnerables a los países en donde están las filiales y favorecen así la recepción y profundización de crisis provenientes del exterior.

La fragilidad en el funcionamiento del sistema financiero internacional justifica la existencia de una regulación prudencial que busca evitar a toda costa la aparición de crisis financieras. Sin embargo una mala intervención gubernamental puede empeorar las cosas en el sistema financiero. En ciertas circunstancias la regulación bancaria vía capital puede contribuir a la recepción y fortalecimiento de una crisis financiera.

La imposición de requisitos de capital para los bancos es en efecto, una de las principales vías de regulación de la actividad bancaria; en su forma más simple establece una relación entre el monto de reservas de capital y los activos de los bancos.¹⁹³ Por esta razón la existencia de requisitos de capital contribuye a reducir la toma de decisiones de riesgo, dado que los proyectos no rentables representan una pérdida para los accionistas.

Sin embargo, la aparición o reforzamiento de requisitos de capital puede, bajo ciertas circunstancias, reducir las posibilidades de distribución de crédito de los bancos y de esa manera reforzar y prolongar una crisis financiera. Específicamente la caída del valor de los activos y del capital se traduce en menores posibilidades de distribución de crédito, y en general de activos de inversión por los bancos. La reducción del crédito bancario provoca a su vez una reducción en la actividad de inversión de las empresas y un menor consumo de los hogares, profundizando, ampliando y prolongando la crisis seguida en los mercados de activos bancarios. Los requerimientos de capital constituyen entonces un elemento de vulnerabilidad económica ligado a la globalización bancaria.

4.2.2. Crédito, endeudamiento, quiebre y formación de burbujas especulativas.

¹⁹³ Estos requisitos están ligados al azar moral, que surge de la instauración del seguro de depósitos, que busca evitar los pánicos bancarios al asegurar a los depositantes la recuperación de su dinero, lo que puede motivar a los bancos a realizar operaciones más riesgosas y rentables, ya que en caso de fracasar serían cubiertos por el seguro.

La creciente integración y globalización financiera han significado la adopción en diferentes países de decisiones orientadas a la liberalización financiera, que se acompaña de una rápida expansión del crédito, alentando el endeudamiento de empresas privadas que constituye otro elemento de vulnerabilidad económica mediante dos vías: el riesgo de quiebre de empresas y bancos; y la formación y explosión de burbujas especulativas.

4.2.2.1. Endeudamiento y quiebre de empresas privadas.

Una de las características que acompaña la liberalización financiera de un país es el crecimiento importante de la distribución de crédito, consecuencia de una mayor libertad en la toma de decisiones y de la intensificación de la competencia interbancaria. Dicha expansión alienta un endeudamiento excesivo de las empresas privadas y los bancos.

Dentro del análisis del crédito Bernanke y Gertler¹⁹⁴ señalan la importancia que la prima financiera externa¹⁹⁵ tiene con la tasa de interés cuando se adoptan decisiones de política monetaria, ya que ambas tasas evolucionan en el mismo sentido y amplifican su efecto sobre el costo de financiamiento de las empresas.

En el caso de una política restrictiva, las empresas con un endeudamiento importante se verán obligadas a suspender su actividad, contribuyendo a la formación de una crisis financiera mediante dos vías: el canal de balance y el canal de los préstamos bancarios.¹⁹⁶

- Canal del balance: identifica los efectos de una política monetaria restrictiva en el balance y estado de resultados de la empresa. Un aumento en la tasa de interés implica el aumento de los costos financieros del endeudamiento y reduce los flujos de efectivo, además disminuye sus ingresos y beneficios.¹⁹⁷ Es importante señalar que además se puede tener un impacto en la reducción de su producción y empleo.
- El canal de préstamos bancarios: se refiere a la reducción de la oferta de crédito bancario resultado de una política monetaria restrictiva y el aumento de costos financieros que lo acompañan.

¹⁹⁴ Cfr. Bernanke S. y M. Gertler, *Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission*, USA, JOURNAL OF ECONOMIC PERSPECTIVE, 1995, esp. Vol. 9, N° 4, pp. 27-48.

¹⁹⁵ Definida como la diferencia entre el costo del financiamiento interno y externo de la empresa.

¹⁹⁶ Cfr. Velázquez Vadillo, Fernando, 2011, esp. pp. 87-89.

¹⁹⁷ Cfr. Bernanke S. y M. Gertler, *Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission*, USA, JOURNAL OF ECONOMIC PERSPECTIVE, 1995, esp. Vol. 9, N° 4, pp. 27-48.

Basado en la información anterior se puede concluir que el endeudamiento de las empresas es un elemento de vulnerabilidad económica ya que repercute negativamente en los costos de financiamiento y en los beneficios de la empresa.

4.2.2.2. Endeudamiento y quiebre de bancos.

Existe una relación de gran importancia empírica entre los procesos de liberalización financiera, la expansión del crédito al sector privado y la aparición de burbujas especulativas de precios. Allen y Gale¹⁹⁸ analizan la formación y posterior rompimiento de una burbuja de precios que afecta a los bancos y los conduce eventualmente a la quiebra.

Tanto la expansión del crédito como de la oferta monetaria pueden provocar y sostener un crecimiento especulativo de los precios de los activos, es decir, si un inversionista prevé un crecimiento en el otorgamiento de crédito estará dispuesto a pagar hoy por un activo un precio más alto al normal ya que su expectativa en el futuro es poder venderlo a un precio mayor. Entonces el crecimiento artificial de los precios de los activos es un problema de riesgo moral,¹⁹⁹ entre bancos e inversionistas: la disponibilidad de crédito puede en efecto, conducir a la selección de proyectos más rentables pero más arriesgados, esto conduce a una demanda creciente de activos de riesgo y a un proceso de crecimiento especulativo de sus precios. La burbuja especulativa tiene sin embargo que terminar en algún momento y esto será cuando la rentabilidad esperada de los activos disminuya o cuando las autoridades monetarias adopten una política restrictiva.²⁰⁰

4.3. Crisis recurrentes.

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

¹⁹⁸ Cfr. Allen F. y Gale, *Understanding financial crises*, USA, New York, OXFORD UNIVERSITY PRESS, 2007.

¹⁹⁹ Se dice que estamos ante un problema de Riesgo Moral cuando en un mercado con información asimétrica, un agente realiza acciones que el otro no puede controlar e influyen en la probabilidad de que tenga lugar un acontecimiento.

²⁰⁰ Aumento de las tasa de interés y por tanto una reducción del crédito.

tradicionales concedidos por la banca comercial en el entorno mundial,²⁰¹ originadas por la globalización financiera.

Al respecto, el Banco de Pagos Internacionales²⁰² señala que las operaciones en instrumentos derivados ascendían a 9,887 miles de millones de dólares a fines de 1996 y que su crecimiento total entre 1986 y 1996 fue de 1 500%.²⁰³ La operación de swaps (intercambios) de tasas de interés, introducidos en 1981, crecieron hasta llegar a 81, 000 millones de dólares en 1984 y más de un billón de dólares en 1988.²⁰⁴ Así, la menor importancia relativa de la banca comercial en la oferta de créditos es resultado de una mayor participación de los mercados de valores y de los servicios de corretaje en el proceso de financiamiento. Por tanto, señala Alicia Girón,²⁰⁵ la nueva estructura del poder financiero se caracteriza por la desintermediación en los mercados financieros, la desregulación financiera a escala mundial y la competencia entre las instituciones financieras.

La afluencia de capital de corto plazo a los mercados emergentes creció de manera extraordinaria desde fines de la década de los ochenta hasta mediados de los noventa.²⁰⁶ Además de las causas de la afluencia de capital, enumeradas en un apartado anterior, estos mercados se constituyeron en destinos de inversión por sus atractivos rendimientos, gran liquidez, oportunidades de arbitraje y la diversificación de los portafolios de inversionistas institucionales.

Desde la década de los ochenta ha tenido lugar un crecimiento inusitado en los mercados financieros en escala global. Particularmente, en lo que son los mercados de valores, las burbujas especulativas²⁰⁷ han emergido como un fenómeno persistente. Los valores adquieren un precio que difícilmente tiene que ver con su realidad. Los índices de cotizaciones se elevan y luego

²⁰¹ Cfr. Fondo Monetario Internacional, *Informe: Reestructuración de los mercados internacionales de capital*, USA, Washington, DC, BOLETÍN WASHINGTON, 1992.

²⁰² El Banco Internacionales de Pagos, (BIS por sus siglas en inglés) es una organización internacional que fomenta la cooperación monetaria y financiera internacional y ejerce de banco para los bancos centrales.

²⁰³ Cfr. Girón González, Alicia, *Crisis financieras*, México, IIEC-UNAM, 2002.

²⁰⁴ Cfr. Ídem.

²⁰⁵ Cfr. Ídem.

²⁰⁶ Las causas de esta afluencia ya fue tratada en un apartado anterior de este capítulo.

²⁰⁷ El fenómeno de las burbujas especulativas se da cuando en los precios de los valores se presentan fluctuaciones que se consideran excesivas, lo que hace aumentar la volatilidad de los precios. En los mercados de valores, si los agentes compran un activo cuyo precio está aumentando, el resultado puede ser un alza aún mayor a su valor fundamental, lo que implica un exceso de volatilidad. La caída brusca en la cotización, es el momento en que explota la burbuja. Esto puede suceder por el fin de una fase eufórica en el mercado, por el cambio de tendencia en un ciclo de coyuntura económica favorable, por la adopción de medidas monetarias o presupuestales que ahuyenten el dinero de la bolsa de valores o por un acontecimiento económico o político imprevisto que desate la crisis.

se desploman. Se ha visto en este trabajo que los cambios estructurales más fuertes han sido la innovación financiera y los cambios organizados del mercado de valores segmentando a una red unitaria.²⁰⁸

Los sistemas financieros de economías maduras han cambiado dramáticamente en los años ochenta y noventa del siglo pasado como consecuencia de la desregulación interna y la liberalización financiera externa, distinguiéndose cuatro tendencias:²⁰⁹

1. La frontera entre las actividades bancarias y no bancarias se ha vuelto muy tenue, no sólo las instituciones bancarias tradicionales se han transformado en nuevas empresas de servicios financieros incluyendo las firmas de valores institucionales, aseguradoras y administradoras de activos, sino que también las instituciones financieras no bancarias (como los fondos mutuales, los bancos de inversión, los fondos de retiro y las aseguradoras) se han visto obligadas a competir activamente con los bancos.
2. La desregulación y el crecimiento de los inversionistas institucionales en especial fondos de pensión y las compañías de seguros que han tenido una importante función en otorgar fondos prestables.
3. El crecimiento de los mercados de capitales, que brindan nuevas fuentes de financiamiento al sector corporativo, está altamente influenciada por el uso de derivados financieros para distribuir riesgos y securatizar.
4. La liberalización externa y los avances tecnológicos en la información han incrementado el comercio de valores internacionalmente.

4.4. Marco regulatorio para evitar las crisis financieras internacionales.

Ya se ha mencionado cómo las crisis bancarias han ido asociadas de forma creciente a las crisis económicas. Realmente una utilización incompetente o corrupta de un mecanismo tan poderoso como la concesión de crédito tiene riesgos enormes.

Como se ha visto a lo largo de la historia a partir del siglo XX y XXI las crisis bancarias han sido recurrentes, incluso los países industrializados con sólidos y

²⁰⁸ Cfr. Girón González, Alicia, *Crisis financieras*, México, IIEc-UNAM, 2002.

²⁰⁹ Cfr. Studart, Rogério, *Apertura y desregulación de los sistemas financieros en los noventa: Grandes expectativas y resultados magros. El caso brasileño*, México, UNAM-ENEP ACATLÁN-DGAPA. Cit. En Mantey de Anguiano, G. y Levy Orlik, Noemí, (coordinadoras). *De la desregulación financiera a la crisis cambiaria: Experiencias en América Latina y el sudeste asiático.*

avanzados sistemas de supervisión bancaria han experimentado severas crisis, claro ejemplo es la crisis hipotecaria estadounidense en 2008.

El hecho de que los bancos centrales y el gobierno tengan que acudir al rescate de las entidades financieras y de los depositantes supone una carga a veces muy importante que dificulta el ajuste y recuperación de la economía.

Algunas estimaciones del FMI muestran el importante costo fiscal de las crisis bancarias,²¹⁰ demostrando la abrumadora evidencia acerca de la imprudencia con que las entidades financieras habían entrado en un *lending boom* en los años anteriores a la crisis, y de la introducción y reforzamiento de reglas de supervisión y regulación en tales entidades.

Algunos de los elementos relevantes que explican la mayor frecuencia de crisis en el sector bancario mundial se pueden englobar en los siguientes puntos:²¹¹

- Intentos de convertir activos financieros y no financieros ilíquidos en dinero, incrementando las tasas de interés y disminuyendo el precio de los activos, provocando crisis de liquidez.²¹²
- Amenaza de insolvencia, debido a la falta de capacidad de los bancos para hacer frente a sus obligaciones, es decir, vender sus activos precipitadamente para poder cubrir sus necesidades.
- Los retiros masivos de los depósitos que precipitan la amenaza de insolvencia.
- Una declinación de las utilidades generadas por las operaciones de crédito tradicionales, que ha acelerado la innovación financiera de *productos tóxicos* y notas estructuradas hechas a la medida del cliente que implican un riesgo mayor y en muchas ocasiones metodologías algo sofisticadas para evaluar su precio justo.

Una de las características esenciales de la crisis bancaria en 2008 de Estados Unidos es que el incumplimiento en los pagos de las hipotecas a nivel local se transmitió rápidamente a los sistemas financieros del resto del mundo a través de diversos vehículos tales como los Fondos de Inversión indexados a hipotecas de alto riesgo y a la bursatilización de hipotecas.

4.4.1. Las dificultades para regular operaciones bancarias internacionales.

²¹⁰ Cfr. Juan, 2005, esp. Cap. 12, p. 383.

²¹¹ Cfr. López Sarabia, Pablo.

²¹² Ejemplo de ello son las hipotecas subprime bursatilizadas por bancos norteamericanos.

Las regulaciones bancarias utilizadas en Estados Unidos y otros países son mucho menos eficaces en un contexto internacional, donde los bancos pueden cambiar de sitio sus negocios entre distintas jurisdicciones normativas.

Una buena manera de ver porque es más difícil de regular un sistema bancario internacional que uno nacional consiste en observar cómo la eficacia de las salvaguardas de un país, por ejemplo Estados Unidos, se reduce a consecuencia de las actividades bancarias internacionales,²¹³ por ejemplo: el seguro de depósitos es prácticamente inexistente a nivel nacional, ya que los depósitos interbancarios no están completamente protegidos; y la ausencia de requisitos de reserva ha sido un factor importante en el crecimiento del comercio de eurodivisas, generando con ello un costo social en términos de la reducción de la estabilidad del sistema bancario. Ningún país por si solo puede resolver el problema, ya que la actuación concertada internacional está bloqueada por dificultades políticas y técnicas de llegar a un acuerdo sobre el establecimiento de relaciones uniformes a escala internacional.

En un marco internacional es más difícil realizar inspecciones bancarias para hacer cumplir los requisitos de capital y aplicar restricciones sobre los activos. Los bancos se han aprovechado a menudo de esta relajación, trasladando las operaciones arriesgadas que las regulaciones nacionales podrían poner en cuestión, a jurisdicciones menos exigentes. Además no siempre está claro quién tiene la responsabilidad de vigilar unos determinados activos bancarios.

Una última diferencia entre las salvaguardas de la banca nacional, y aquellas que se establecen internacionalmente, es la incertidumbre respecto de que banco central, es el responsable de proporcionar la ayuda de prestamistas de última instancia a los bancos internacionales.

Como se mencionó anteriormente la regulación económica por parte del Estado se da por la existencia de fallas de mercado y por la ineficiencia en la asignación de recursos. Sin embargo, hay algunos mercados financieros como el mercado de derivados,²¹⁴ en el cual el gobierno asume solo la posición de árbitro entre los agentes que participan en el mercado, permitiendo la autorregulación del mismo. Al asumir esta posición el gobierno deja de lado el objetivo de una buena administración del riesgo ya que omite la posibilidad de un riesgo sistemático en el mercado y con ello solo cumple un papel correctivo pero no preventivo.

En realidad el Estado y el mercado coexisten como mecanismos de asignación y distribución de los recursos escasos que supone la sociedad. Aunque en el caso del sistema financiero parece ser que el marco regulatorio no se ha

²¹³ Cfr. Paul, 2006, esp. Cap. 21, p. 640.

²¹⁴ Un caso específico es el Mexder, Mercado Mexicano de Derivados.

podido estandarizar a la misma velocidad que las operaciones realizadas en el sistema financiero internacional.

La internacionalización de las operaciones bancarias ha debilitado a las autoridades financieras nacionales frente a los colapsos bancario, pero al mismo tiempo ha hecho evidente la falta de autoridades eficientes apoyadas en un marco normativo que brinde una regulación capaz de prevenir riesgos que desemboquen es crisis.

Las operaciones bancarias internacionales implican un gran volumen de depósitos interbancarios²¹⁵ y un nivel alto de éstas implica que si un banco presenta una complicación, los problemas pueden contagiarse fácilmente y extenderse rápidamente a los bancos con los que tiene depósitos. A través de este efecto de contagio, un trastorno local puede fácilmente estallar un pánico a escala global.

4.4.2. El objetivo de una regulación y supervisión eficaz.

En el análisis, diseño y valuación de estas normativas o códigos de conducta tiene un papel importante el denominado “Foro de Estabilidad del Sistema Financiero”²¹⁶, así mismo desde 2004 se han concretado una serie de criterios básicos en los denominados Acuerdos de Basilea II, siguiendo unos acuerdo iniciales de Basilea más modestas (como el denominado Acuerdo de Capital de 1998), que establece unas pautas o estándares de ratios de prudencia que han adquirido un reconocimiento y predicamento notables.

Para los países en desarrollo la adopción de estos criterios está siendo progresiva. La relación de reformas es amplia, entre las más significativas se encuentran:²¹⁷

- Elevar los requerimientos de capital para crear nuevas entidades financieras.

²¹⁵ Cfr. Krugman, Paul y Obstfeld, Maurice, *Economía internacional, teoría y política*, España, Madrid, MCGRAW HILL, 2006, esp. Cap. 21, p. 641. Cit. Aproximadamente 80% de todos los depósitos en eurodivisas son propiedad de bancos privados.

²¹⁶ El Foro de Estabilidad Financiera fue un [organismo internacional](#) creado en [1999](#) para promover la estabilidad financiera internacional a través de un mayor intercambio de información y la cooperación en la supervisión financiera y la vigilancia de los mercados. En 2009 fue sustituido por el [Consejo de Estabilidad Financiera](#)

²¹⁷ Cfr. Juan, *Sistema financiero internacional*, México, 2005, esp. Cap. 12, p. 383.

- Establecer ratios prudentes de capital tomando como referencia mínima las pautas de Basilea, limitar los préstamos a entidades vinculadas (y por trato susceptible de información y/o trato privilegiado).
- Reforzar y hacer más independiente la supervisión.
- Establecer mecanismo de rotación de los auditores.
- Mejorar los mecanismos de protección de los pequeños depositantes y las normas contables.
- Hacer mas agiles y efectivos los mecanismo legales de quiebra y suspensión de pagos.
- En la medida de lo posible tratar de evitar las elusiones vía operaciones *offshore*.

4.4.3. Cooperación en la legislación internacional: Comité de Basilea.

Derivado de las continuas crisis financieras que se desarrollaron en muchos países alrededor del orbe a partir de la década de los setentas y que tuvieron un impacto negativos, en los indicadores macroeconómicos, se decidió buscar un mecanismo en el cual la política monetaria en conjunto con una eficiente supervisión de las operaciones financieras, generaran estabilidad económica y redujeran las posibilidades de crisis bancarias nacionales e internacionales.

En 1973 la caída del sistema de tasas fijas en materia de intereses, la progresiva internacionalización de los mercados financieros y la insolvencia de las entidades bancarias Bankhaus Herstatt y Franklin National Bank,²¹⁸ constituyeron circunstancias que mostraron la necesidad de una nueva coordinación de los bancos centrales para intercambiar información e intervenir en los mercados.

En respuesta a esta situación, los presidentes de los bancos centrales de países industrializados del G-10²¹⁹ formaron en 1974 un grupo llamado el Comité de Basilea,²²⁰ que tenía como misión restaurar la confianza y estabilidad del sistema financiero internacional mediante el desarrollo de principios y reglas apropiadas sobre prácticas de regulación y supervisión de los mercados bancarios internacionales.

En 1988 en el Acuerdo de Capital de Basilea, se pretendía establecer un sistema de medición de riesgo de crédito con un mínimo de estándar de capital del

²¹⁸ El primero era un banco de Alemania Occidental y el segundo de Nueva York, Estados Unidos.

²¹⁹ Alemania, Bélgica, Canadá, España, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Luxemburgo, Suecia, Suiza, los Países Bajos y el Reino Unido. (Sarabia, 2011).

²²⁰ El grupo tomo el nombre de la ciudad de Basilea, Suiza, ya que la primera reunión del comité fue en las oficinas del Banco Internacionales de Pagos.

8%, para fines de 1992 se establecen los detalles para la medición de la adecuación de capital y el estándar mínimo que debe de implementarse en cada uno de los países.

Al acuerdo se le han hecho modificaciones en 1991, 1994, 1995 y 1996, relacionados con provisiones generales, calificación en la medición del riesgo y ciertos rubros fuera del balance así como para incorporar el riesgo del mercado en los requerimientos de capital.

El comité establece un foro en el cual se abordan temas relacionado a la supervisión; coordinación de las responsabilidades de la supervisión entre las autoridades encargadas de dicha función con el fin de asegurar una supervisión efectiva a nivel mundial; y el señalamiento de estándares de supervisión relacionado con la solvencia de las entidades financieras.²²¹

Es así como, en 1975 el comité expidió un documento denominado “El Concordato” dirigido a reformular los cambios en los mercados e incorporar el principio de supervisión consolidada por grupos cuyo concepto cambio al de “capital adecuado” y hoy en día es lo que se conoce como “El Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea”.

El acuerdo sobre capital adecuado ha tenido tres enmiendas:

1. Noviembre de 1991; provisiones generales para la protección de los activos.
2. Julio de 1994; ponderación del riesgo de los activos en los cuales la contraparte pertenezca a un país miembro de la OECD.
3. Abril de 1995; respecto de algunas contingencias y obligaciones garantizadas con valores emitidos por entidades del sector publico descentralizado de parte de la OECD.

En 1983 el comité expidió el documento “Principios para la supervisión de instituciones financieras internacionales”, donde señalo procedimiento de autorización para el establecimiento de instituciones bancarias internacionales y el secreto bancario entre otros.

Igualmente, en 1997 emitió el documento “Principios básicos para la supervisión bancaria efectiva”, el cual consta de veinticinco principios, que el comité considera deben de ser implementados por las autoridades bancarias en todos los países para lograr una adecuada protección del interés público.²²²

²²¹ (Regulación y supervisión financiera, avances y perspectivas en América Latina y el Caribe, 2000).

²²² Cfr. Rodríguez, FALTA NOMBRE, NOMBRE DEL LIBRO EN CURSIVA, PAÍS, EDITORIAL EN CURSIVA, 2000, esp. PÁGINAS. Cit. SI ES NECESARIO.

4.4.4. Comité de Basilea II.

Con el propósito de elaborar un nuevo acuerdo para la adecuación y suficiencia de capital en los bancos, a fin de fortalecer su solidez y estabilidad, mediante la adopción de prácticas de gestión de riesgos más rigurosas y precisas, se creó el 26 de junio de 2004 el documento “Convergencia Internacional de Medidas y Normas de Capital: Marco Revisado” ó “Basilea II” en el cual se establecen los lineamientos para garantizar la convergencia internacional en el proceso de revisión de las normas supervisoras para la suficiencia de capital en bancos con actividad internacional. Este acuerdo tiene una visión integral del tratamiento de los riesgos asumidos por las entidades financieras, ofreciendo gran variedad en los enfoques para la medición del capital regulatorio. Además está diseñado para establecer niveles mínimos de capital para los bancos con actividad internacional para que sean más sensibles al riesgo; calculando la sensibilidad creciente del capital respecto de los distintos tipos de créditos.²²³

Los requerimientos mínimos de capital se componen de tres elementos fundamentales:²²⁴

1. Capital regulatorio.
2. Activos preponderados por su nivel de riesgo de crédito, de mercado y operacional.
3. Coeficiente mínimo de capital para esos activos: 8% para el capital regulatorio total.

En Basilea II, para los efectos de supervisión, el capital se define en dos niveles. De tal forma, al menos 50% de la base de capital de cada banco consistirá en un componente esencial o básico (nivel 1), es decir, capital social y reservas declaradas, procedentes de los beneficios no distribuidos después de impuestos. Mientras que el resto (capital complementario) se agrupara en el nivel 2 hasta un máximo de 100% del nivel 1. Los banco también pueden utilizar un tercer nivel de capital relacionado a la discrecionalidad de su autoridad nacional, que consiste en deuda subordinada a corto plazo destinada únicamente a satisfacer una parte del capital exigido para riesgos de mercado.²²⁵

²²³ El cociente de capital se obtiene a partir de la definición de capital regulador y de los activos ponderados por su nivel de riesgo, y en ningún caso podrá ser inferior a 8% del capital total.

²²⁴ Cfr. López Sarabia, Pablo, NOMBRE DEL LIBRO EN CURSIVA, PAÍS, EDITORIAL EN CURSIVA, AÑO, esp. PÁGINAS. Cit. EN CASO DE SER NECESARIO.

²²⁵ Cfr. Banco de México, “Nuevos Acuerdos de Basilea (Basilea II), en www.banxico.org.mx

Es importante señalar que el plazo de aplicación de este acuerdo sería en 2007, sin embargo las diferencias entre los sistemas financieros nacionales han prolongado su aplicación más allá de las fechas establecidas. Aunque la crisis hipotecaria ha dejado al descubierto inconsistencias en la regulación y fallas que deberían corregirse, el consenso perfila un cambio radical en la regulación que podría llevarnos a una nueva arquitectura financiera internacional en el mediano plazo.

4.4.5. Comité de Basilea III.

Los nuevos acuerdos que quedan asentados en Basilea III, son públicas a partir del 16 de diciembre del 2010 promovidas por el Foro de Estabilidad Financiera y el G-20²²⁶, la implementación de estas reglas comenzó en enero de 2013 y estarán plenamente vigentes en enero de 2015,²²⁷ estas normas surgen como una respuesta a la crisis financiera internacional, que evidencio la necesidad de fortalecer la regulación, supervisión y gestión de riesgos del sector financiero.²²⁸

Los acuerdos en el mejoramiento del sistema financiero propuesto por Basilea III se pueden dividir en:²²⁹

- Aumento de la calidad del capital estructural, *Tier 1*²³⁰, para asegurara su mayor capacidad para absorber pérdidas. El ratio de capital total estructural *Tier 1* se fija en 6%, con un capital central *Tier 1* de 4.5 por ciento. Actualmente a los bancos se les exige tener un ratio de capital estructural de 4% y sólo la mitad, o 2%, corresponde a capital estructural "esencial" o capital de calidad en forma de ganancias retenidas o acciones.
- Mejora de la captura de los riesgos de determinadas exposiciones: se modifica el cálculo de los riesgos para determinadas exposiciones que la crisis ha probado que estaban mal capturados en Basilea II, el

²²⁶ Los miembros del G-20 son los ministros de Hacienda y los gobernadores de bancos centrales del G-7 otros doce países clave y también la Unión Europea, representada en la presidencia del Consejo y el Banco Central Europeo. Fuente: "Guía sobre los Comités, Grupos y Clubes", IMF, en: www.imf.org

²²⁷ Cfr. La implementación de estas reglas... en: www.eleconomista.com.mx, 13 de septiembre de 2010.

²²⁸ Cfr. Rodríguez de Codes Elorriaga, Elena, "Las nuevas medidas de Basilea III en materia de capital", estabilidad financiera, nº 19, en: www.bde.es, p. 13.

²²⁹ Cfr. Caruana Jaime, "Basilea III: hacia un sistema financiero más seguro", Banco Internacional de Pagos.

²³⁰ Se refiere a las reservas básicas de capital de un [banco](#), calculadas según el riesgo de los activos que tiene en sus libros.

cual establecía niveles de capital establecido que están muy debajo de los que se requería para cubrir el riesgo.

- Constitución de reservas de capital en momentos buenos del ciclo que puedan ser utilizados en periodos de estrés. Se busca contribuir a un sistema bancario más estable que ayude a amortiguar, en lugar de amplificar las crisis económicas y financieras. Las nuevas normas establecen la formación de dos colchones de capital: un colchón de conservación de capital de 2.5% que se suma al capital estructural Tier 1²³¹ y estará compuesto de acciones comunes; y un colchón de capital que se establece entre el 0 y el 2.5% en acciones comunes u otro capital capaz de absorber pérdidas, el objetivo del colchón es forzar a los bancos a tener un respaldo adicional cuando los supervisores vean un crédito excesivo en el sistema que amenace con generar morosidad.
- Introducción de un porcentaje de apalancamiento con el objetivo de contener el apalancamiento excesivo en el sistema bancario. Se pondrá a prueba un ratio de apalancamiento de 3% Tier 1 (o que el balance no pueda exceder en 33 veces el capital estructural) antes de introducir un ratio de apalancamiento obligatorio en enero del 2018.
- Mejora de la gestión de riesgo, del proceso supervisor y de la disciplina de mercado.
- Introducción de estándar de liquidez. La primera serie mundial de requisitos de liquidez común busca asegurar que los bancos cuentan con suficiente efectivo o equivalentes de efectivo para salir del apuro de un golpe muy severo de corto plazo y de condiciones menos severas en el mediano a largo plazo. El colchón de liquidez de corto plazo sería principalmente deuda soberana de alta calidad, aunque incluiría también deuda corporativa de alta calidad.

Pero estas nuevas modificaciones no solo se centran en promover la solvencia de las entidades financieras, sino también abordan aspectos macroeconómicos que afectan a la estabilidad del sistema financiero en su conjunto. Esto también se refleja en opiniones de otros autores como es el caso de Alfonso Novales,²³² el cual señala que debe existir una revisión macroeconómica basada en aspectos como:

²³¹ Cualquier banco que no cumpla con este amortiguador se enfrenta restricciones de supervisores en pagos como dividendos, recompras de acciones y bonos a ejecutivos.

²³² Cfr. Novales, Alonso "política monetaria antes y después de la crisis financiera", Departamento de Economía Cuantitativa, Universidad Complutense, Madrid, marzo 2010 en: pendiente de migración.ucm.es, pp. 12-16.

- Límites para el crecimiento acelerado de crédito, así como los niveles de riesgo que aceptan las empresas financieras.
- Limitar el apalancamiento en las instituciones financieras.
- El sistema de pagos a las agencias de rating deben de cambiar siendo los inversores y no emisores los que lo hagan.
- Prohibir a las instituciones la posibilidad de fijar una postura propia ante el riesgo, esto debido a que en realidad, están tomando una posición en nombre de sus clientes y arriesgando el capital y los depósitos que estos les otorgaron.
- Las transacciones de los derivados complejos como los CDS²³³ deben realizarse en mercados organizados, que cuenten con cámaras de compensación y respaldados por una garantía colateral.
- Reducir las compensaciones salariales a los altos ejecutivos de entidades financieras.

4.5. Origen, evolución y perspectivas de la crisis hipotecaria estadounidense.

Un antecedente importante de la crisis fue el descenso de las tasas de interés en Estados Unidos durante el periodo 2001-2005 y el consecuente abaratamiento del crédito hipotecario. El bajo costo de las hipotecas coincidió con cambios legislativos que flexibilizan los criterios para otorgar créditos hipotecarios. El objetivo de estos cambios era muy simple: que las familias de bajos ingresos pudieran adquirir una vivienda propia mediante un financiamiento hipotecario. Sin embargo, las instituciones bancarias, las sociedades de ahorro y préstamo y las compañías de préstamos hipotecarios aprovecharon las modificaciones en la legislación y la inadecuada regulación y supervisión financiera para asumir riesgos excesivos, autorizando créditos sin el debido respaldo con el fin de acrecentar ganancias y reciclar los excedentes de liquidez.

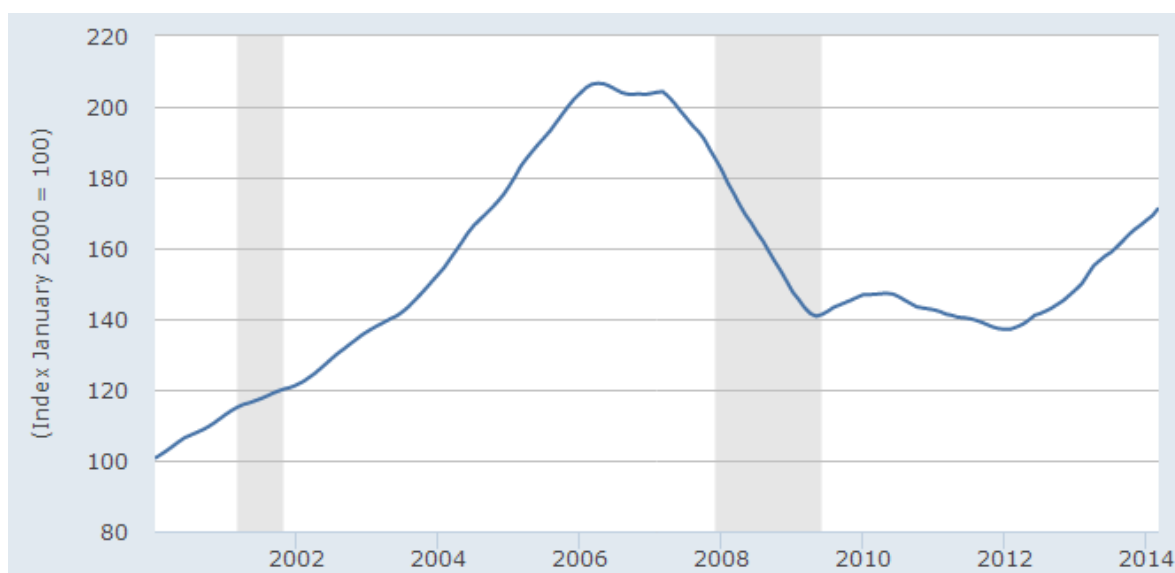
La expansión crediticia recibió un fuerte impulso a través de la bursatilización de hipotecas llevada a cabo por dos grandes compañías con patrocinio gubernamental²³⁴: Federal National Mortgage Association²³⁵ (Fannie

²³³ Los Credit Default Swaps CDS, son instrumentos derivados que proporcionan una cobertura contra el riesgo de incumplimiento del emisor de un bono de deuda. El comprador del CDS obtiene el derecho a vender el bono a su valor nominal. El vendedor del CDS acuerda comprar el bono en caso de que ocurra el Incumplimiento. Las operaciones de los CDS se llevan a cabo en los mercados Over the counter (OTC), y se consideran con un gran riesgo sistemático.

²³⁴ Ambas empresas aunque estaban constituidas por capitales privados, eran apoyadas por el gobierno de Estados Unidos, el cual les brindó una extensión de impuestos y una línea de crédito por 2 250 millones de dólares, con ayuda del Departamento del Tesoro de Estados Unidos. En 1992, se modificó el marco jurídico

Mae) y Federal Home Loan Mortgage Corporation²³⁶ (Freddie MAC); y por infinidad de firmas privadas. Muchas de estas firmas eran instituciones del sistema bancario a la sombra, creado y respaldado por los propios bancos para sacar de sus hojas de balance carteras crediticias riesgosas. A través de la bursatilización recurrente de carteras hipotecarias tóxicas, los bancos no solo transferían y diseminaban el riesgo en un amplio universo de inversionistas, sino que recuperaban los fondos para prestarlos de nueva cuenta. Este proceso fue responsable del *boom* de la vivienda en Estados Unidos, caracterizado por el aumento en el precio de las casas (véase grafica 1) y el auge en el sector de la construcción (véase grafica 2).

Grafica 1: Precio de la vivienda en Estados Unidos marzo 1987 a diciembre 2011.



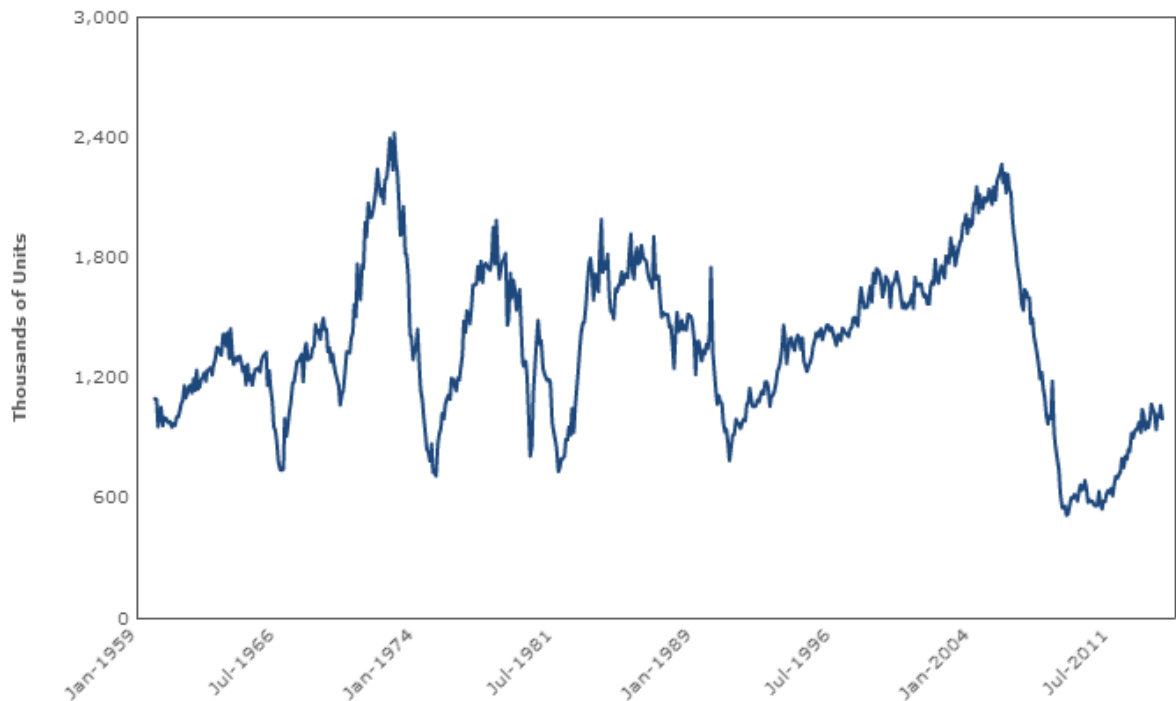
Fuente: Elaboración propia con datos de S&P Down Jones Índices LLC en <http://research.stlouisfed.org>

de ambas empresas, obligándolas a facilitar el financiamiento para viviendas, enfocados a personas de bajos ingresos y familias de ingresos moderados.

²³⁵ Su objetivo era ampliar el mercado secundario del sector hipotecario mediante la bursatilización de los activos tanto *prime* como *subprime*, en forma de valores respaldados por hipotecas, lo que permitía a los prestamistas reinvertir sus activos en más préstamos y aumentar el número de prestamistas en el mercado hipotecario mediante la reducción de la dependencia de las cajas de ahorro.

²³⁶ Tenía la autorización del gobierno para conceder y garantizar préstamos, con el objetivo de expandir el mercado secundario de hipotecas en el país

Grafica 2: construcción de nuevas residencias. tasa anual de viviendas autorizadas, 1959-2011.



Fuente: Elaboración propia con datos de <http://www.census.gov/>

A partir de 2005, sin embargo, el incremento sostenido en las tasas de interés estadounidenses comenzó a transformar radicalmente el escenario: los incumplimientos de pago aumentaron aceleradamente, los precios de las casas y de los títulos hipotecarios comenzaron a bajar, y la burbuja especulativa del sector hipotecario eventualmente reventó. El crecimiento exponencial de la cartera vencida ocasionó que las instituciones financieras salvaguardaran sus escasas reservas de efectivo y dejaran de prestarse entre sí, con lo que dio inicio una crisis de liquidez en el mercado interbancario. Esta crisis se agudizó en virtud de la opacidad generada por las instituciones del sistema bancario a la sombra, puesto que no era posible determinar la verdadera situación financiera de muchas instituciones ni su grado de exposición al riesgo.

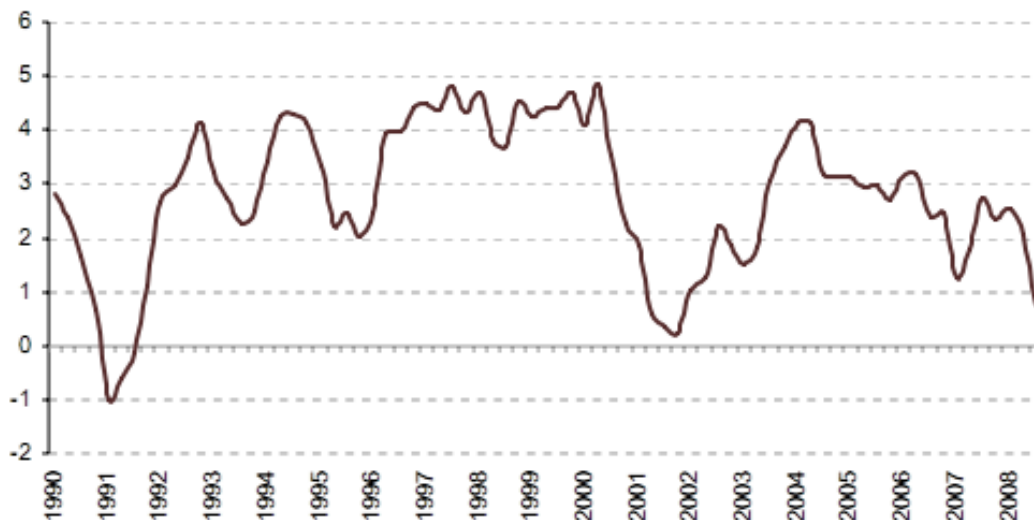
La crisis del sector financiero se tradujo, a su vez, en una contracción del crédito a las familias y a las empresas, en un deterioro en la confianza de consumidores y productores y, finalmente, en una caída del consumo, la inversión y el crecimiento económico. La crisis de las hipotecas *subprime* deja importantes enseñanzas de política macroeconómica y sectorial debido a la forma en que se gestó en la esfera financiera y se transmitió a la esfera de la economía real.

4.5.1. Origen de la crisis hipotecaria estadounidense.

La crisis que empezó a tomar forma en Estados Unidos a fines del 2007 obedece a la conjugación de varios factores. Desde finales de la década de los ochenta, Estados Unidos experimentó un período de elevado crecimiento económico, solo interrumpido por la crisis de 1991 debido a la Guerra del Golfo, y en 2001 con la caída del índice bursátil de acciones tecnológicas (NASDAQ) debido a una sobre-inversión en empresas de carácter tecnológico, y luego por las turbulencias económicas derivadas del atentado a las Torres Gemelas del 11 de septiembre (véase grafica 3).

Grafica 3: Producto Interno Bruto trimestral de Estados Unidos.

(Tasa de variación con relación a igual trimestre del año anterior, en porcentajes)

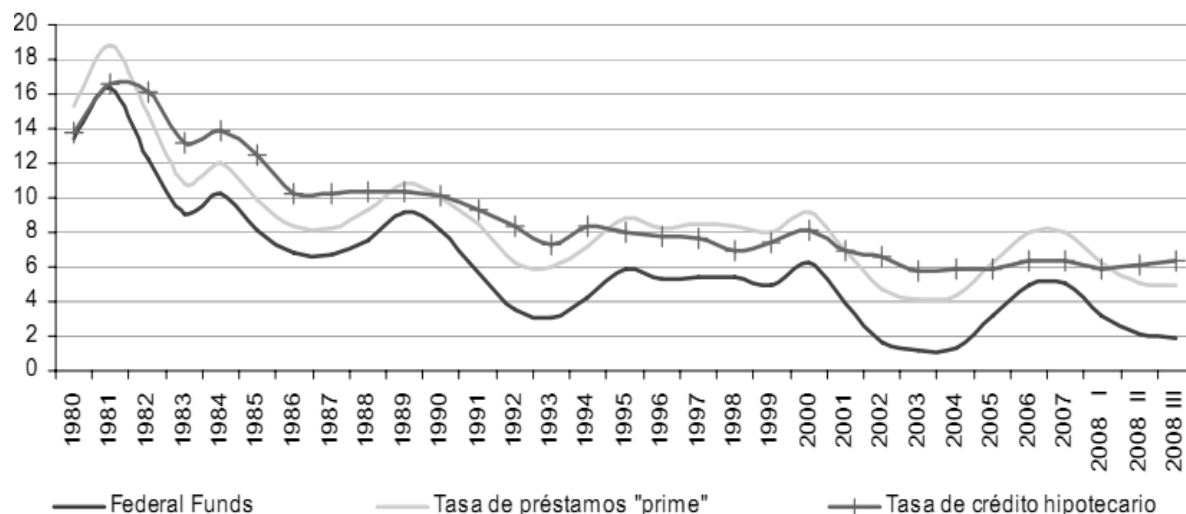


Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos del Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de la H. Cámara de Diputados con datos de The U.S. Department of Commerce, Bureau of Economic en www.cefp.gob.mx/intr/e-stadisticas/esta01.xls

En efecto, durante la década de los noventa, Estados Unidos asistió a una importante alza de la actividad económica apoyada en el crecimiento de la inversión en bienes de capital, principalmente equipamiento informático, y en una

elevada expansión del consumo. Este dinamismo estuvo apoyado por el importante aumento de la liquidez en el mercado monetario y por la reducción de las tasas de interés que se verificó durante la década de los noventa y en los primeros años de los 2000 (véase gráfica 4).

Grafica 4: Tasa de interés del sistema financiero de Estados Unidos (tasas de interés anualizadas, en porcentajes)



Fuente: Elaboración propia con datos del FMI, Estadísticas Financieras Internacionales.

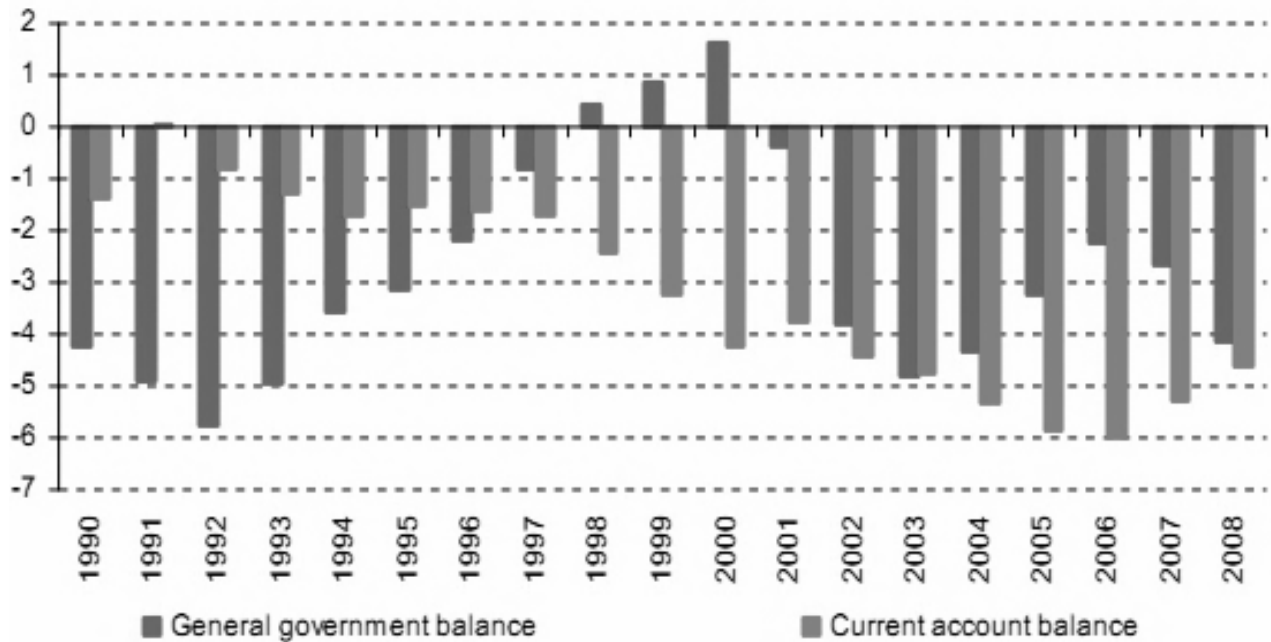
A su vez, la conducción de la política fiscal entre 1990 y 1993 tuvo como resultado un marcado aumento del déficit fiscal, alcanzando niveles de entre 4% y 6% del PIB. A raíz de ello, a partir de 1994 las autoridades implementaron un programa de medidas destinadas a mejorar la posición fiscal del país, lo cual tuvo como resultado una reversión paulatina de este déficit alcanzando un superávit fiscal cercano a 2% en el año 2000.

A partir del año 2001, la conducción de la política fiscal se volvió más expansiva, motivada por un lado, por el mayor gasto fiscal relacionado con la seguridad nacional y los gastos militares, y por el otro, con el paquete de medidas aprobado en 2001 (incluyendo la mayor reducción de impuestos en 20 años)²³⁷, destinado a dar un impulso a la economía a raíz de la fuerte desaceleración que esta última experimentaba en ese entonces (véase grafica 5).

²³⁷ Fondo Monetario Internacional, IMF Country Report No. 02/166, Agosto de 2002

Grafica 5: Saldo fiscal del gobierno general y saldo en cuenta corriente, como porcentaje del PIB de Estados Unidos.

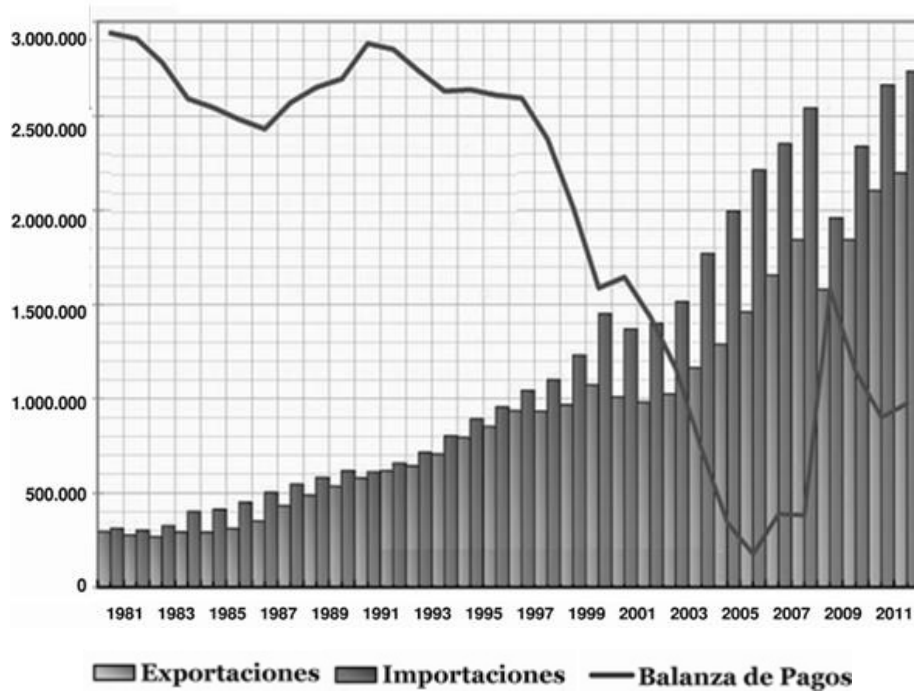
(Dólares corrientes)



Fuente: Elaboración propia con datos del FMI. Estadísticas Financieras Internacionales.

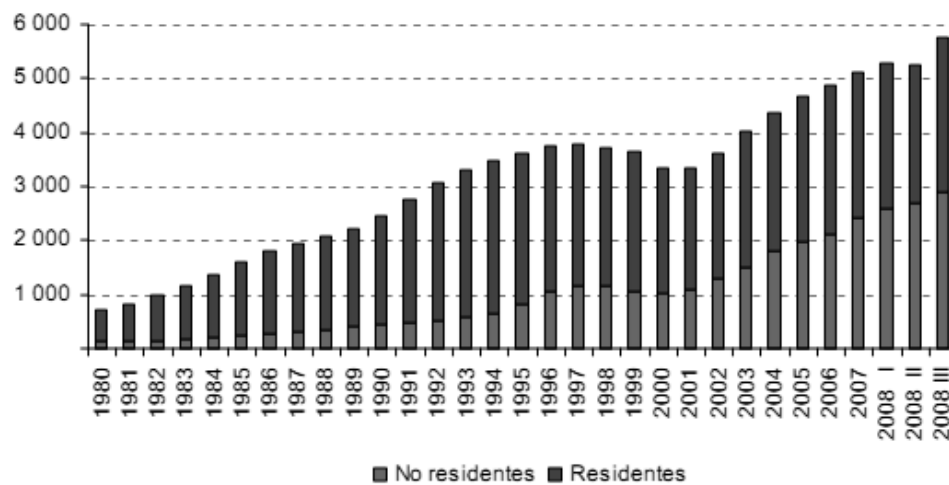
El elevado ritmo del incremento de la demanda interna se tradujo a su vez en un alza significativa de las importaciones de bienes y servicios (véase grafica 6). En consecuencia, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos como porcentaje del PIB aumentó de 1,7% en el 1998 a 4,3% en el 2000, alcanzando un 6,2% en el 2006. Esto implicó que Estados Unidos necesitara financiarse en montos importantes con el resto del mundo. Como resultado, la venta de bonos del Tesoro Americano aumentó considerablemente y, con ello, las reservas internacionales de países emergentes invertidas en esos instrumentos. En el 2007 la inversión en estos títulos efectuada por los no residentes equivalía a alrededor de la mitad de la inversión total en estos títulos (véase gráfica 7).

Grafica 6: Balanza comercial de Estados Unidos.
(Millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial en www.bancomundial.org

Grafica 7: Tenedores de bonos del tesoro de Estados Unidos por residencia.
(Miles de millones de dólares)

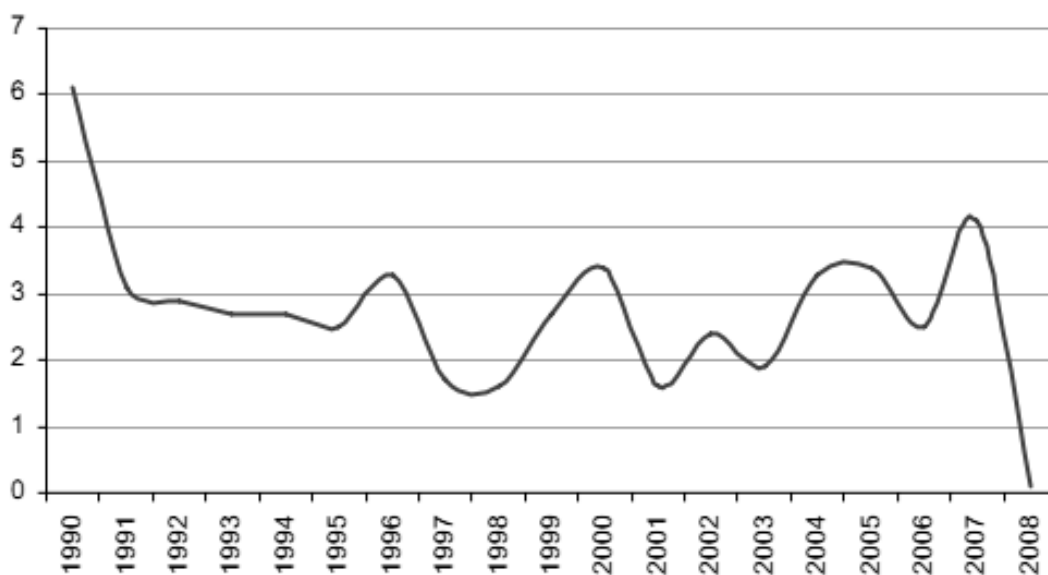


Fuente: Elaboración propia con datos del FMI. Estadísticas Financieras Internacionales.

La baja en las tasas de interés, la disponibilidad de fondos y la continuada expansión de la actividad económica generaron un ambiente de optimismo que a su vez retroalimentó una acentuada expansión del crédito bancario, tanto de consumo como hipotecario. La FED recortó las tasas de los fondos federales desde 6,5% a fines del 2000 al 1% a mediados del 2003 (véase gráfica 4). La fuerte expansión de la demanda interna, junto con el aumento de los precios internacionales de las materias primas y productos energéticos y la desvalorización del dólar en relación a la mayor parte de las monedas, tuvo como consecuencia un aumento de la inflación (véase gráfica 8). Asimismo, se asistió a un importante incremento de los precios de las viviendas: entre enero de 2000 y diciembre de 2007 el índice S&P/Case-Schiller de precios de viviendas aumentó un 85% (véase gráfica 9). Ello se explica por el fuerte aumento de la demanda, fomentada a su vez por una mayor disponibilidad de crédito, apoyada justamente en los mayores precios de los activos inmobiliarios. La disminución de las tasas de interés se traspasó a varias economías, lo cual generó un comportamiento similar de los principales índices bursátiles y de los precios de las viviendas en varias ciudades capitales en el mundo.²³⁸

Grafica 8: Índice de precios al consumidor de Estados Unidos.

(Tasa de variación diciembre-diciembre de cada año, en porcentajes)

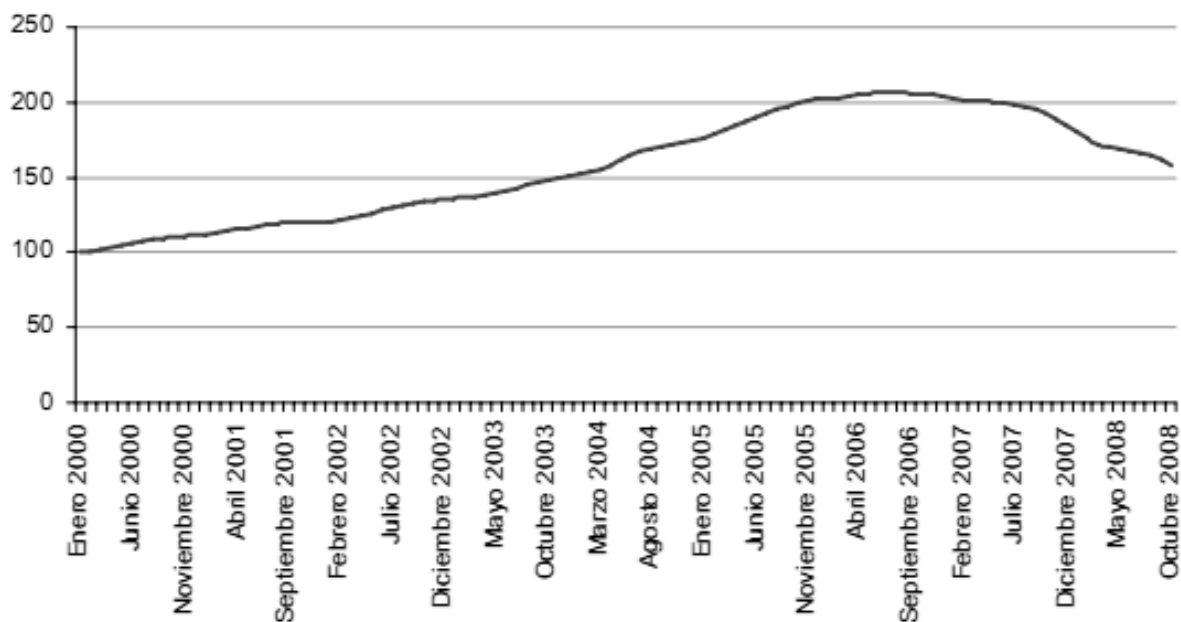


Fuente: Elaboración propia con datos de Bureau of Labor Statistics, U.S. Department of Labor en <http://www.dol.gov/dol/topic/statistics>.

²³⁸ Londres y Madrid constituyen ejemplos relevantes.

Gráfica 9: Índice S&P/CASE-SCHILLER de precios de la vivienda.

(Enero 2000 = 100)



Fuente: Standard & Poor's.

4.5.2. Aspectos generales de la crisis de 2008.

Este apartado explica los elementos principales que propiciaron la crisis de las hipotecas *subprime* en los Estados Unidos y el mecanismo de transmisión a los mercados internacionales; se destacan como elementos centrales, el exceso de liquidez provocado por la baja de las tasas de interés que instrumentó la FED en reacción a los ataques terroristas al World Trade Center de Nueva York en 2001 y a la burbuja especulativa de las empresas "punto com"²³⁹ un año antes. También se advierte de una falta de regulación en la banca comercial y de inversión que utilizó indiscriminadamente diversos productos sintéticos y estructurados²⁴⁰ como vehículos de inversión para burzutilizar las hipotecas

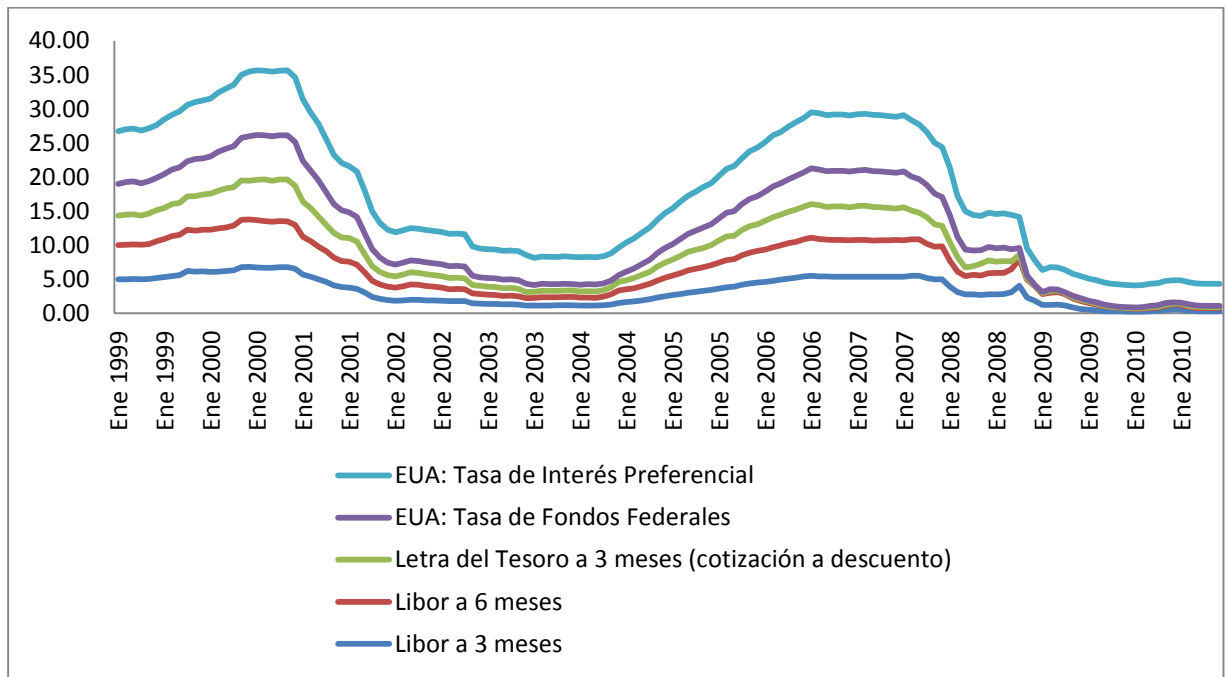
²³⁹ Es la burbuja especulativa creada a partir de los valores en las empresas vinculadas a internet, la cual precedió a la burbuja hipotecaria.

²⁴⁰ Dado que la deuda puede ser objeto de transacciones económicas mediante compra de bonos o burzutilización de crédito, las hipotecas *subprime* podrían ser retiradas del balance de los bancos que los

subprime en el mercado, en muchos casos con un riesgo considerablemente alto que no fue identificado y cubierto por las diversas áreas de riesgo de las instituciones bancarias.

El incremento en el precio de diversos *commodities* como el cobre, arroz, trigo y petróleo que aumentaron las tasas de interés de referencia (véase grafica 10) y que incentivaron el consumo por el exceso de liquidez en el mercado financiero, colocado en hipotecas de alto riesgo, provocaron que la crisis hipotecaria estadounidense de 2008 suspendiera la operación de algunos fondos de inversión ligados a dichas hipotecas y posteriormente a la quiebra de varios bancos alrededor del mundo.

Gráfica 10: Tasas de interés internacionales de referencia, 1999-2010.



Fuente Elaboración propia con datos del Banco de México en <http://www.banxico.org.mx>

emitan, siendo transferidas a fondos de inversión o planes de pensiones. El problema para los inversionistas es desconocer el riesgo que asumen al adquirir activos que albergan hipotecas *subprime*, conocidos como productos estructurados. Desafortunadamente tampoco es fácil para los inversionistas averiguar esto, pues la velocidad con la que circulan los activos y lo sofisticado que se han hecho, dificulta la comprensión del riesgo que albergan.

La desregulación del sistema bancario estadounidense tiene su origen en el abandono de la Ley MacFadden de 1927²⁴¹ y el acta Glass-Steagall de 1933²⁴², provocando la conformación de bancos nacionales y por ende una mayor competencia y reducción del margen financiero.²⁴³ Anteriormente la banca de inversión²⁴⁴ se dedicaba a la suscripción de acciones, colocación de oferta pública y privada por medio de la bolsa de valores, además de funciones y adquisiciones así como de servicios de accesoria. Entre los más importantes se encontraban: Morgan Stanley, Merrill Lynch, Goldman Sachs y Lehman Brothers. Sin embargo, con la crisis han desaparecido y se han convertido en bancos comerciales.

Con el fin de compensar la caída en la utilidades, debida a la mayor competencia bancaria, los bancos comenzaron a tomar mayor riesgo en el mercado, además la desregulación financiera y bancaria estadounidense provocó una reingeniería en los productos financieros, principalmente en los derivados financieros (véase grafica 11).

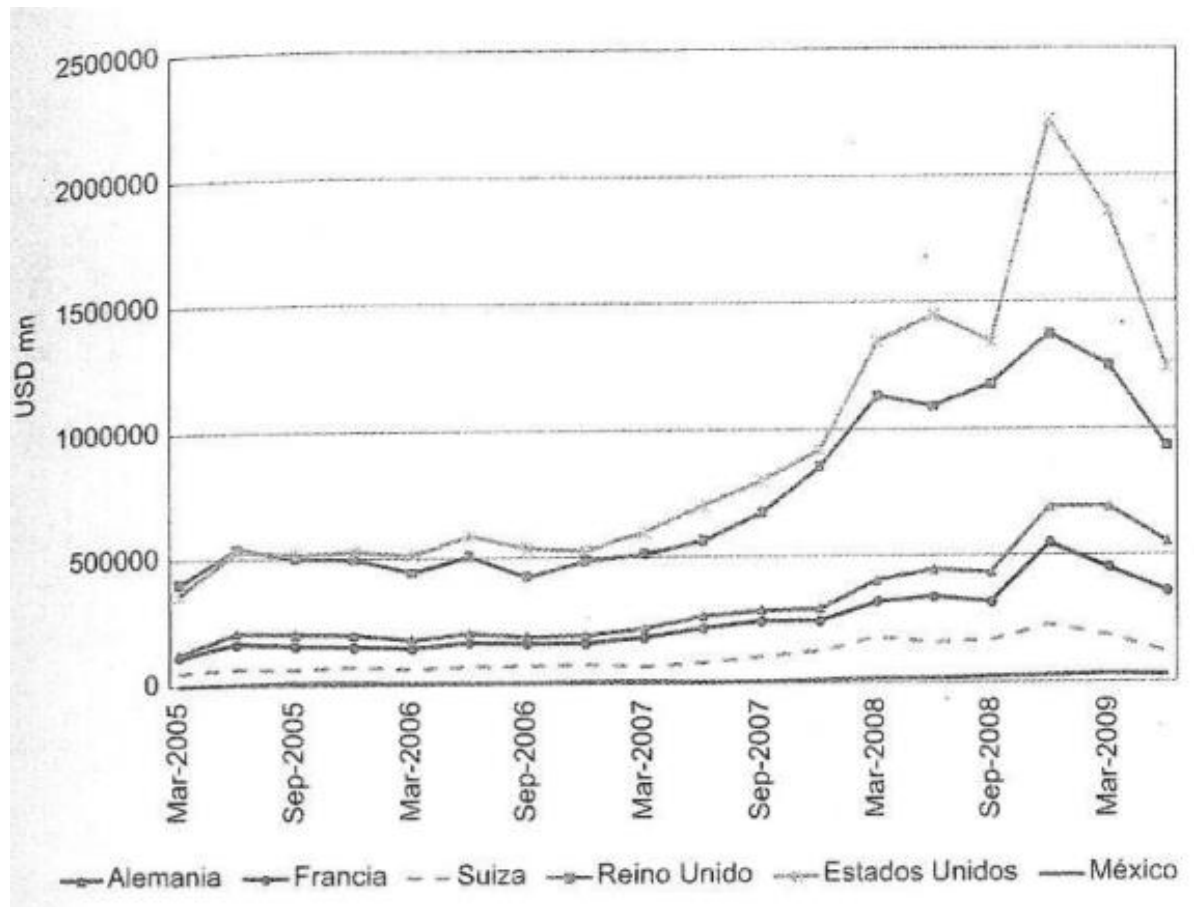
²⁴¹ Limita a las sucursales de bancos federales a la ciudad en la que operan sus oficinas principales. La Ley pretendía a los bancos nacionales igualdad de competencia con los bancos estatales, permitiendo a las sucursales de los bancos nacionales en la medida autorizada por la ley estatal.

²⁴² Con esta ley se separó la banca comercial de la banca de inversión. Además se creó el programa de garantía de depósitos. Se proponía realizar además una serie de reformas al sector financiero, entre estas se encontraba la regulación de las tasas de interés de los bancos, disminuyendo la competencia bancaria que se consideraba como especulativa, de igual manera establecía la prohibición de que los bancos poseyeran o compraran compañías financieras y, por último, el que se consideró un gran avance en prevención de corridas bancarias, la creación del primer seguro de depósitos federales.

²⁴³ La ley prohibía a los bancos tener filiales en el extranjero, mientras que el acta establecía la separación de la banca comercial de la de inversión.

²⁴⁴ La banca de inversión centra sus funciones en la financiación para el desarrollo de las grandes empresas. Estas instituciones surgen después de una promulgación en Estados Unidos después de la crisis de 1929, que promovió una separación entre los bancos de inversión y los bancos comerciales, para así proteger los depósitos de los pequeños ahorradores.

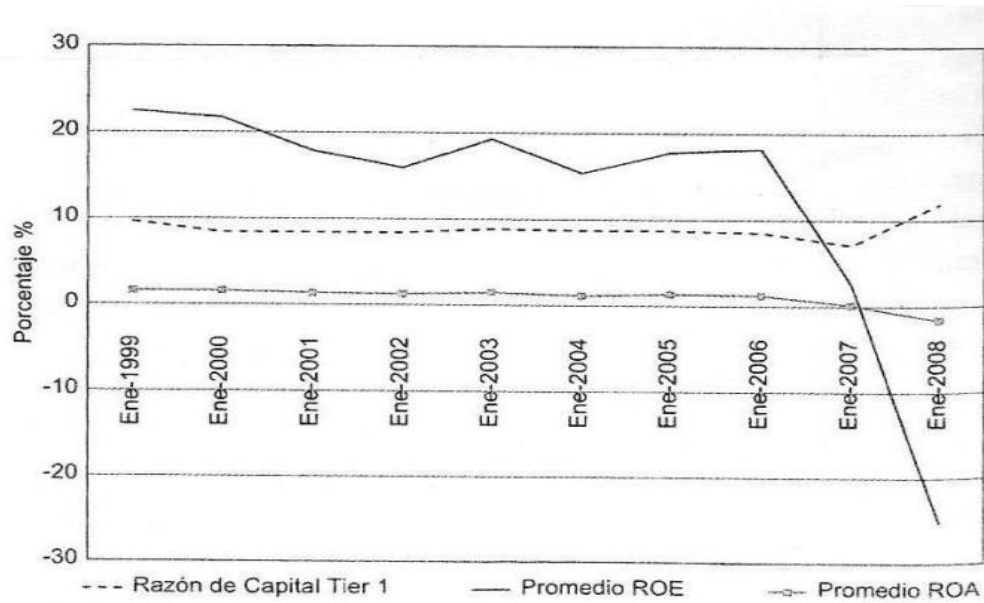
Grafica 11: Total de derivados financieros.



Fuente obtenida del documento de Pablo López Sarabia.

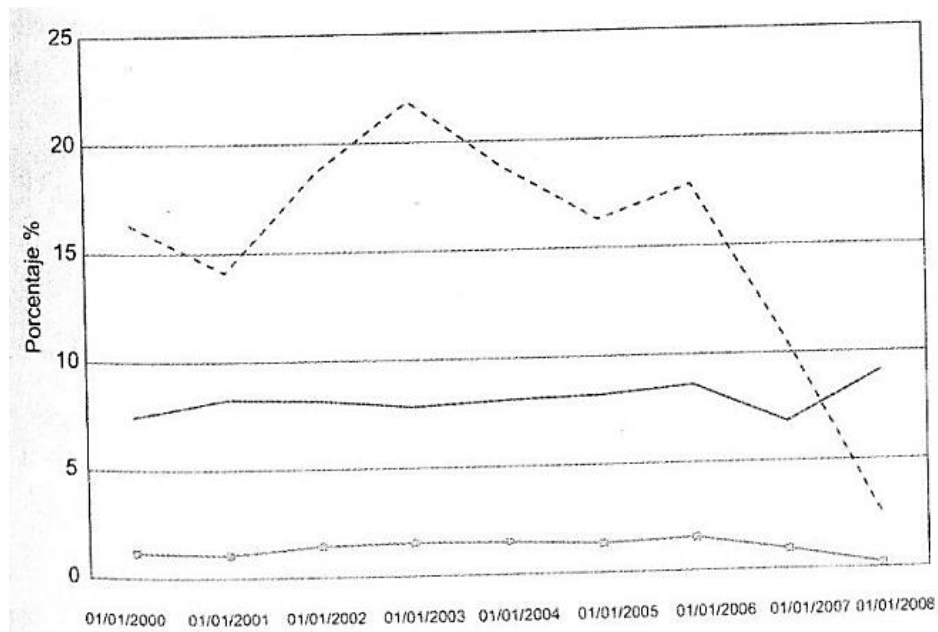
En la grafica 12 se muestra la rentabilidad de Citygroup y Bank of America Corporation, mostrando que la rentabilidad del capital (ROE) disminuyó de manera importante en 2001, aunque para el 2007 el banco comenzó a mostrar pérdidas que se expresaron en un ROE negativo, así como un rendimiento de activos (ROA) que también mostró un signo negativo como resultado de una menor eficacia de los activos del banco. En el caso del Bank of America (véase grafica 13), el ROE fue más inestable, pero con una clara tendencia descendente aunque siempre positiva.

Gráfica 12: Capitalización y rentabilidad de Citygroup.



Fuente elaboración propia con datos de CEIC-Data.

Gráfica 13: Capitalización y rentabilidad de Bank of America Corporation.



Fuente elaboración propia con datos de CEIC-Data.

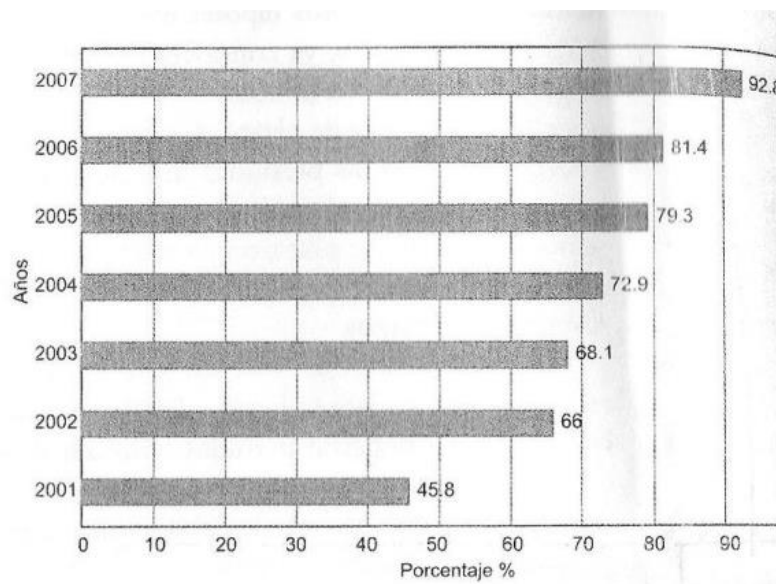
La desregulación bancaria que experimento el sector financiero de los Estados Unidos, propicio que la mayoría de los bancos comenzaran a realizar una reingeniería en sus productos financieros y un mayor uso de notas estructuradas que tiene como elemento principal a los derivados financieros, con el fin de tomar un mayor riesgo en el mercado y compensar la caída de sus utilidades.

4.5.2.1. Bursatilización de hipotecas.

El incremento en las tasas de interés y la falta de liquidez de las instituciones financieras para afrontar el efecto de incumplimiento en el pago de hipotecas *subprime*, generaron un riesgo sistemático que fue transferido del sector de bienes raíces al mercado accionario, a través de instrumentos sintéticos,²⁴⁵ que sirvieron de vehículo financiero para la bursatilización de hipotecas *subprime*.

Desde 2001 se dio un incremento casi del doble en la bursatilización de hipotecas *subprime* (véase grafica 14) desarrollando al mismo tiempo un mercado de crédito sintético constituido por los CDS que funciona como un seguro que cubre al tenedor del CDS del riesgo de incumplimiento (en el caso de las hipotecas del pago de la anualidad).

Gráfica 14: Bursatilización de hipotecas subprime/Alt-A



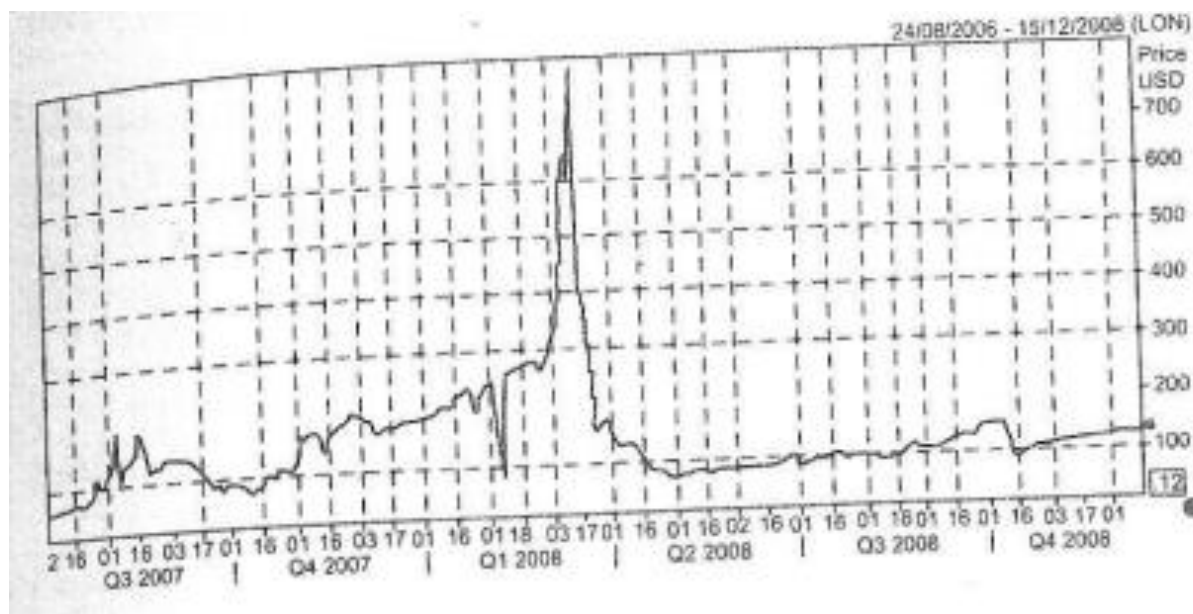
Fuente: Institute of International Finance en www.iif.com.

²⁴⁵ Asset Backed Securities (ABS), Collateralized Mortgage-Backed Obligation (CMO), Mortgage-Backed Securities (MBS), Collateralized Debt Obligation (CDO).y Collateralized Loan Obligation (CLO).

En lo que respecta a las instituciones encargadas de administrar los riesgos de los bancos respecto a las cotizaciones de los CDS, se pudo observar que no se advirtió de la mayor prima de riesgo que estaban experimentando, presentando problemas de liquidez debido al default de las hipotecas *subprime*. Por lo que fue un error por parte de los administradores de riesgo de los bancos el no advertir de la mayor exposición al riesgo que enfrentaban y de esta manera estar prevenidos para hacer frente a sus posiciones y reducir al máximo el riesgo.

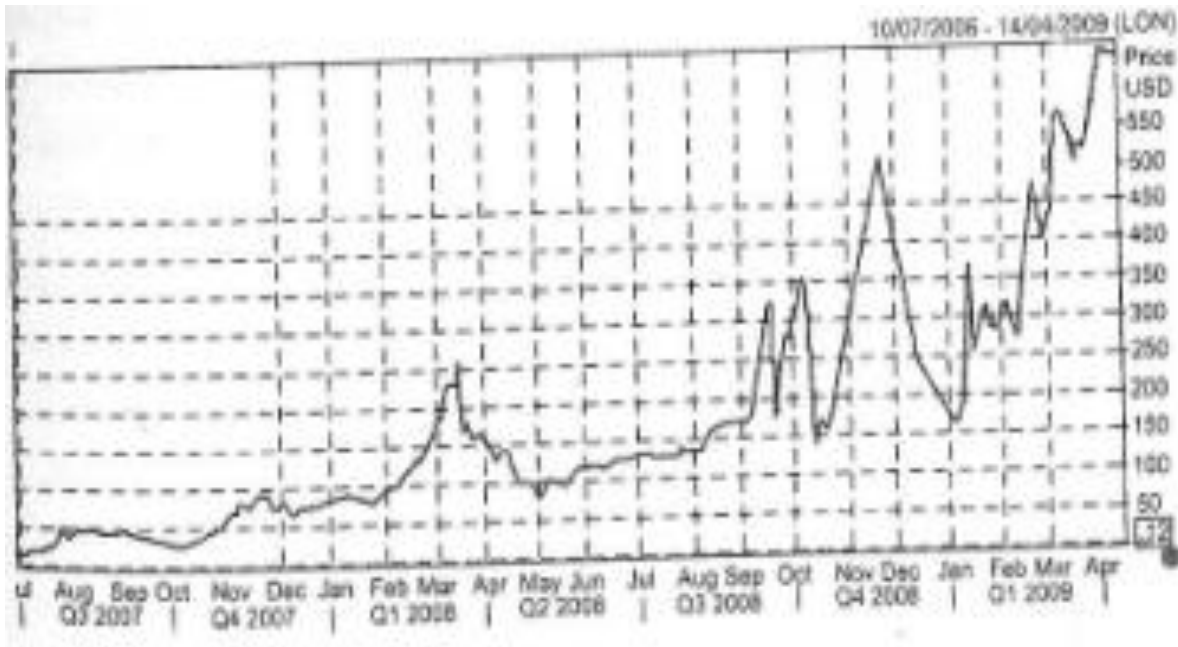
En la grafica 15 se aprecia que la cotización de CDS del banco Bear Stearns a partir de 2007 presento una mayor exposición al riesgo crédito y que provocó un incremento en la prima de riesgo que pagaba.

Gráfica 15: Bear Stearns Comp LLC (Credit Default Swaps) US Dollar 5 year.



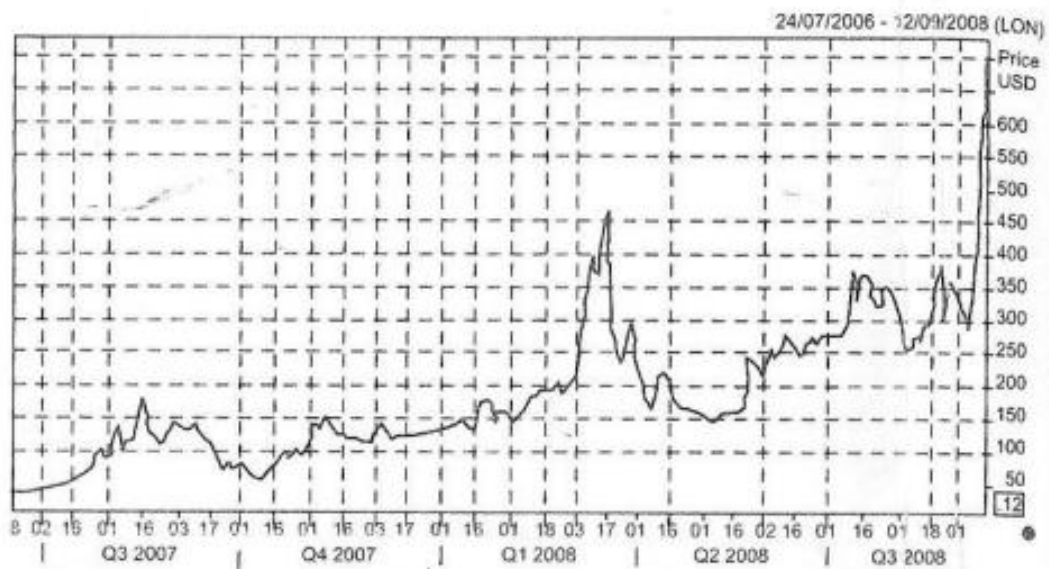
Fuente obtenida del documento de López Sarabia.

Gráfica 16: Citigroup Inc (Credit Default Swaps) Dollar 5 year.



Fuente obtenida del documento de López Sarabia.

Gráfica 17: Lehman Brothers Holding Inc. (Credit Default Swaps) US Dollar 5 year



Fuente obtenida del documento de López Sarabia.

En las graficas 16 y 17 se presentan las cotizaciones de Citigroup y Lehman Brothers, en las que se advierte de las señales de mayor riesgo crédito y que los reguladores estadounidenses no pudieron detectar anticipadamente, por lo que se cuestiona su papel en la profundización de la crisis financiera y su trasmisión a la economía real.

4.5.2.2. Efectos de la crisis de hipotecas *subprime*.

El otorgamiento de créditos *subprime*²⁴⁶ se aceleró entre 2001 y 2004, cuando la FED ajusto sus tasas al 1% con el objetivo de reactivar la actividad económica que se encontraba en recesión a inicios de 2001. De este modo, las tasas nominales para créditos hipotecario tocaron un mínimo en 2.3% y real de 4.0%, ya considerando las sobre tasas, lo que disparó una avalancha de créditos y una serie de renegociaciones con extensiones de plazos de hasta 30 años. Sin embargo a finales de 2006 las presiones inflacionarias incrementaron las tasas de interés, al grado de que para el cierre del primer trimestre de 2007 se ubicaron en 6.3%, provocando que muchos tenedores de hipotecas a tasas variables declararan en suspensión de pagos (véase grafica 18).

²⁴⁶ Las hipotecas de alto riesgo, conocidas en Estados Unidos como créditos subprime, son un tipo especial de hipoteca, preferentemente utilizado para la adquisición de vivienda, y orientada a clientes con escasa solvencia, y por tanto con un nivel de riesgo de impago superior a la media del resto de créditos. Su tipo de interés es más elevado que en los préstamos personales (si bien los primeros años tienen un tipo de interés promocional), y las comisiones bancarias resultan más altas.

Grafica18: Pérdidas en el sistema financiero por hipotecas *subprime*, mayo de 2007.

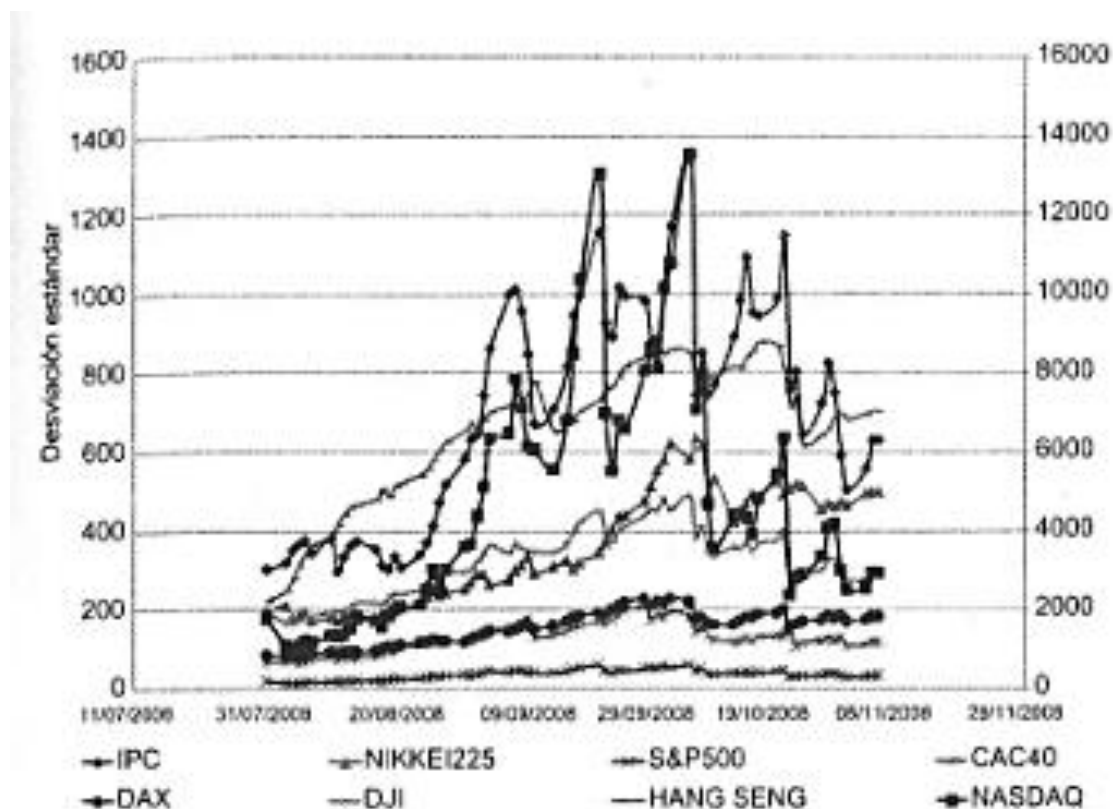
Banco	Crédito perdidos y eliminados (billones de dólares)	Compañía aseguradora	Créditos perdidos y eliminados (billones de dólares)
Wachovia	96.5	AIG	60.9
Citigrup	65.7	Ambac	10.6
Merrill Lynch	55.9	Metlife	7.2
USB	48.6	Hartford Financial	6.9
Washington Mutual	45.6	Prudential Financial	4.4
HSBC	33.1	Allstate Corp	4.4
Bank of America	27.4	MBIA	4.3
National City	26.2	Allianz	4.1
JP Morgan Chase	20.5	Swiss Re	3.6
Wells Fargo	17.7	Lincol National	4
Morgan Stanley	15.7	Total mundial	142.4
Royan Bank of Scotland	15.2	Freddie Mac	58.4
Lehman Brothers	13.8	Fannie Mac	56
Credit Suisse	13.3		
Total mundial	709.4	Total	114.4

Fuente: Bloomberg, Financial Times.

La caída de las principales bolsas de valores del mundo fue una constante desde 2007 y de manera más intensa a lo largo de todo 2008, en que la volatilidad bursátil aumentó de manera acelerada, a raíz del incumplimiento en el pago de las hipotecas de alto riesgo, que de manera inmediata se expresó en fuertes pérdidas

bancarias y problemas de liquidez de los principales bancos estadounidenses así como en bancos europeos y asiáticos (véase grafica19).²⁴⁷

Grafica 19: Volatilidad de mercados accionarios.



Fuente: obtenido del documento de Lopéz Sarabia.

El 15 de septiembre de 2007 el banco de inversión Lehman Brothers se declaró en quiebra como consecuencia de una pérdida de 3 900 millones de dólares en un solo trimestre, así como al fracaso de las conversaciones con la FED para su rescate, situación que orillo al banco a acogerse al capítulo 11 de la Ley de quiebras de los Estados Unidos.²⁴⁸ Esto puso de manifiesto para Estados

²⁴⁷ Cfr. López Sarabia, Pablo.

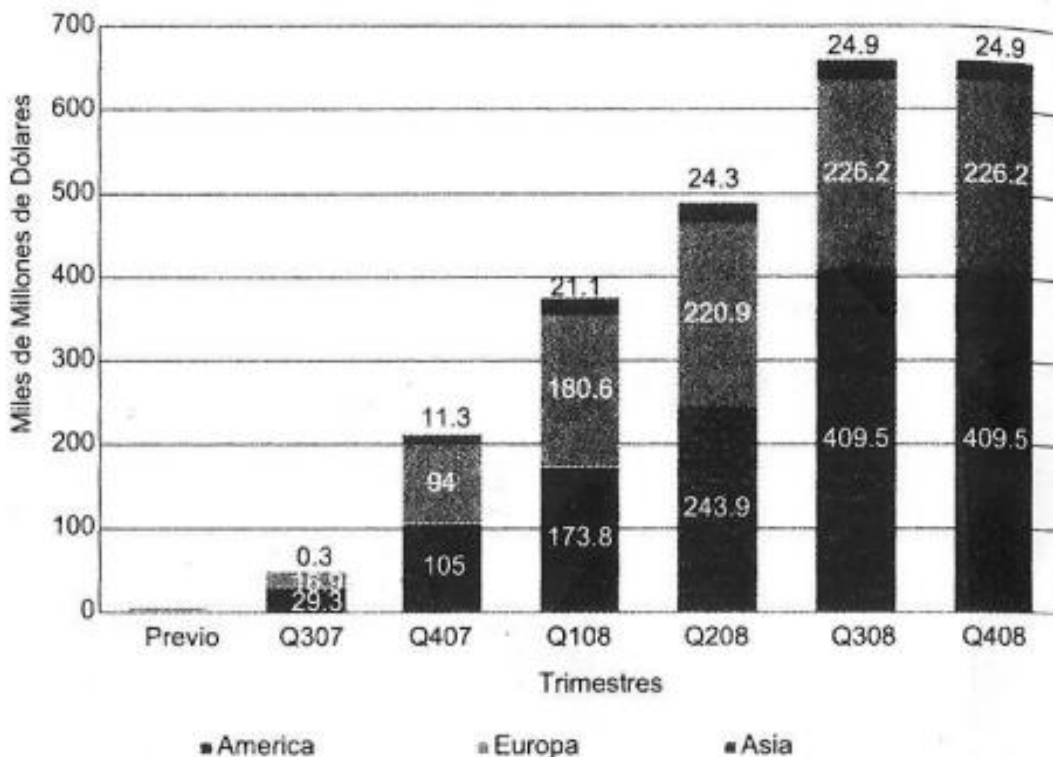
²⁴⁸ La ley le da oportunidad a las empresas de ese país, con problemas financieros a reorganizarse dentro del marco de la ley. Cuando las empresas no están en condiciones de asumir sus deuda o de pagar a sus

Unidos, que el nivel de riesgo que se encontraba albergado en el sector hipotecario era más elevado de lo que se creía.

El banco Bear Stearns entró en proceso de quiebra en marzo de 2008 y fue adquirido por JP Morgan Chase a un precio de 236 millones de dólares con la ayuda de la FED. Otros bancos como Bank of Scotland, el Banco de USB y HSBC presentaron pérdidas importantes como consecuencia de la crisis de hipotecas subprime.²⁴⁹

En la grafica 20 se muestran las pérdidas acumuladas en el sector bancario, a raíz de la crisis de las hipotecas *subprime* por región geográfica. Como era de esperarse los bancos que experimentaron mayores pérdidas en el periodo de 2007 a 2008 se encontraban en el continente americano, en donde las perdidas en el cuarto trimestre de 2008 fueron de 409 000 millones de dólares, mientras que los bancos europeos registraron una pérdida acumulada por 226 200 millones de dólares en el mismo trimestre.

Grafica 20: Pérdidas bancarias acumuladas.



acreedores la propia empresa o los acreedores de esta pueden presentar una solicitud de protección de bancarrota por medio de un tribunal federal. Fuente: www.uscourts.gov

²⁴⁹ Cfr. Laffaye Sebastián, "La crisis financiera: origen y perspectivas", Centro de Economía Internacional, Buenos Aires Argentina, nº13, 1 de diciembre de 2013.

Fuente: Institute of International Finance en www.iif.com.

La quiebra de Bear Stearns demostró la falta de liquidez de muchos de los activos vinculados al segmento de los *subprime* que, hasta ese momento cotizaban con mucha regularidad en los mercados. Los fondos de inversión (hedge Funds) del banco de Bear Stearns había provocado la quiebra del mismo, y casi al mismo tiempo la de American Home Mortgage y que también fue adquirido por JP Morgan por 240 millones de dólares, sin embargo el problema continuó extendiéndose por las principales firmas de Wall Street como fue el caso de Merrill Lynch, Citigroup, Goldman Sachs e inclusive el mismo JP Morgan Chase, se encontraron en problemas financieros al haber prestado su capital.²⁵⁰

Así fue que las grandes firmas financieras se enfrentaron a grandes problemas, entre ellos a continuar con el otorgamiento de crédito, por lo que tuvieron que soportar grandes pérdidas que desgastaron sus reservas, además tuvieron que recurrir a un nuevo capital o bien, restringir los créditos a niveles proporcionales a la reducción de capital.

La entidad financiera Indy-Mac, uno de los principales bancos hipotecarios de Estados Unidos, fue intervenida el 11 de julio de 2008 por el gobierno federal, quien tomaría el control de todos sus bienes. Para el 6 de septiembre de ese año la Reserva Federal de Estados Unidos anunciaría el rescate de las empresas Fannie Mae y Freddie Mac.

4.5.2.3. Efectos de la crisis en México.

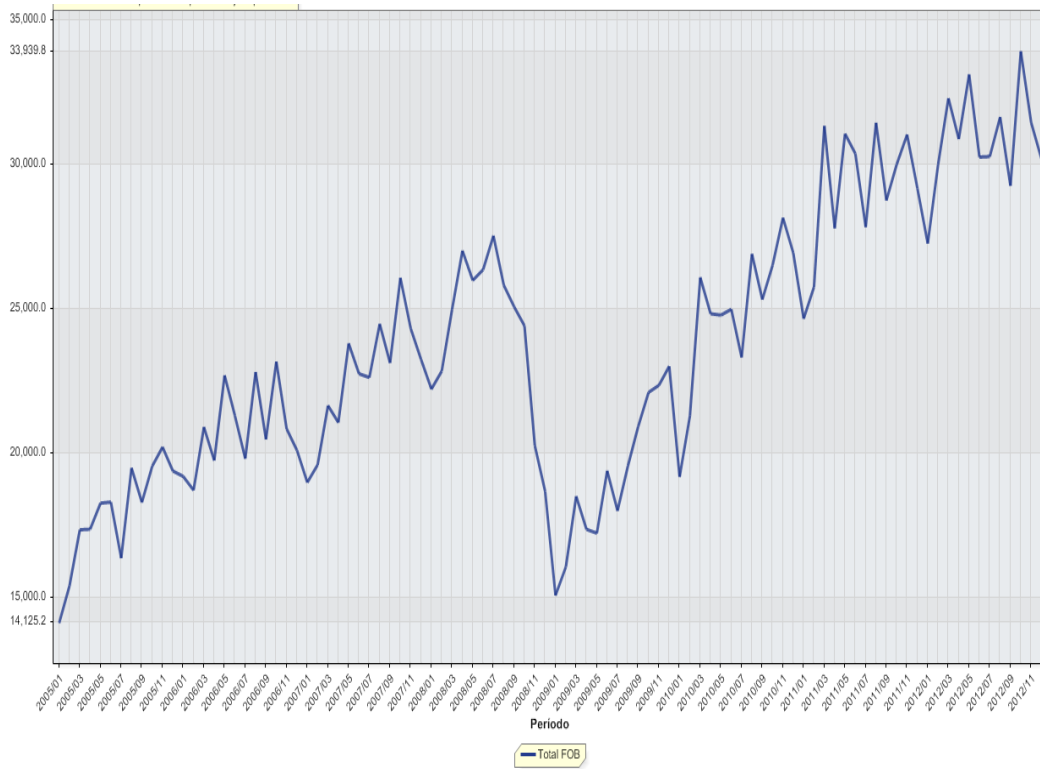
A pesar de que un gran número de países se ha visto afectado por la crisis estadounidense, para el caso de México la situación es distinta debido a su gran vinculación con la economía de Estados Unidos mediante el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN). A continuación se indicaran algunos de los mecanismos de transmisión de la actual crisis hacia México:²⁵¹

- La recesión estadounidense debilita las exportaciones mexicanas reduciendo el ritmo de la actividad productiva en nuestro país (véase grafica21).

²⁵⁰ Aparicio Ramírez Ángel y Hernández Calvario Lourdes Carolina, "Interpretación de la crisis hipotecaria de Estados Unidos", Economía Informa, México, serie 91, nº 353, julio-agosto 2008.

²⁵¹ Cfr. Cué Mancera, Agustín, *Dos enfoques sobre la crisis económica internacional*, México, esp. pp. 12-74. Cit. La integración económica ante la primera crisis financiera del siglo XXI.

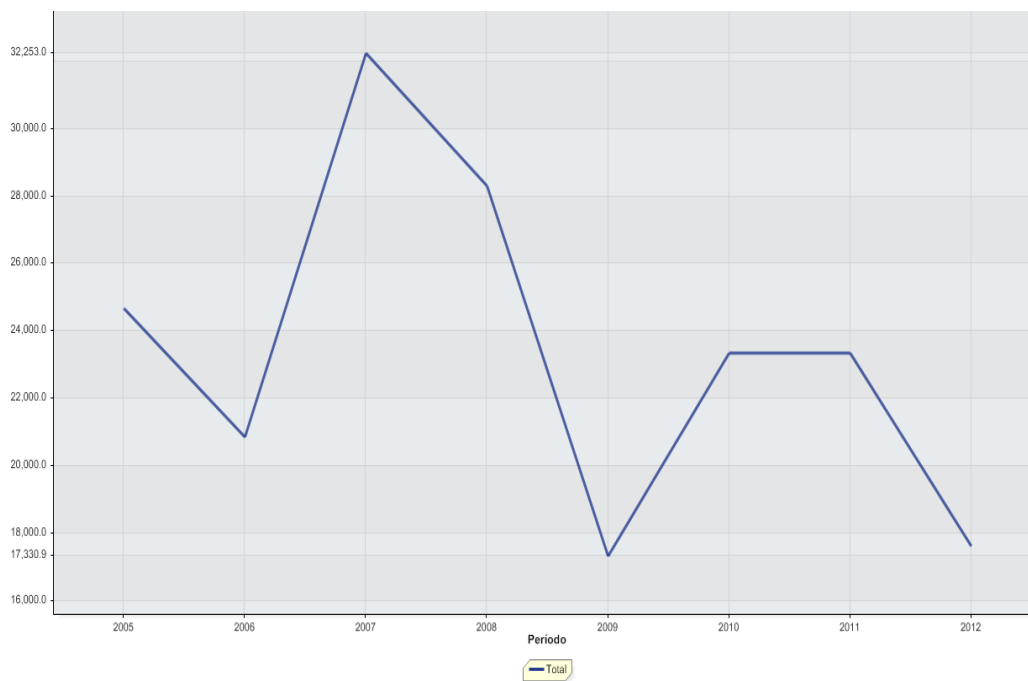
Gráfica 21: Exportaciones petroleras y no petroleras 2005-2012
(Millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de Información Económica en www.inegi.org.mx

- El entorno económico de mayor incertidumbre desalienta la llegada de la inversión extranjera directa a México.

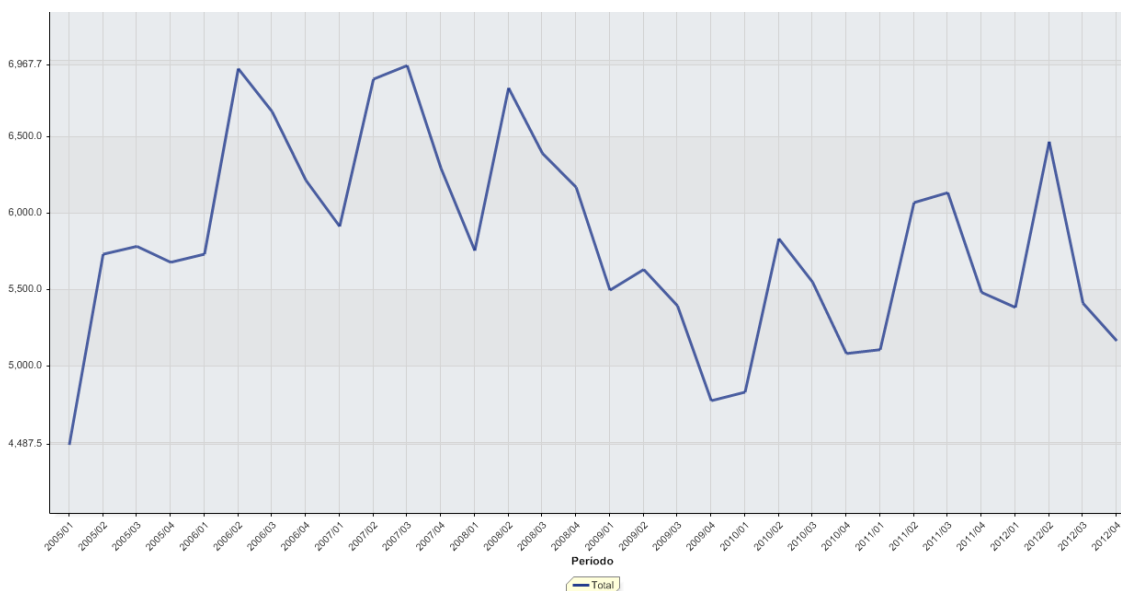
Gráfica 22: Inversión Extranjera Directa a México.
(Millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia con datos con datos del Banco de Información Económica en www.inegi.org.mx

- La recesión disminuye las remesas que los trabajadores mexicanos en ese país mandan a sus familias en México.

Gráfica 23: Ingresos por remesas familiares por entidad federativa.
(Millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia con datos con datos del Banco de Información Económica en www.inegi.org.mx

- Se dificulta la obtención de empleos en Estados Unidos para los inmigrantes mexicanos.
- La crisis internacional mantiene reducido el precio del petróleo, provocando la disminución de la recaudación federal del gobierno mexicano por ese concepto.

Grafica 24 Índice del precio del petróleo crudo, precio mensual.



Fuente: Elaboración propia con datos con datos del FMI, mayo 2014.

Por otro lado es importante resaltar que en México no ha sucedido una crisis en el mercado hipotecario como en el caso estadounidense, es decir que no se han desplomado los precios de los inmuebles ni tampoco ha habido embargos masivos. La razón, es que después de 1994 se reestructuró el mercado hipotecario en México, utilizando una tasa de interés fija para los créditos hipotecarios. Lo que sí ha ocurrido es un aumento en las tasas fijas de los nuevos créditos hipotecarios. Además de que no se ha requerido de otro rescate financiero puesto que los bancos no están involucrados de manera significativa en el mercado hipotecario de aquel país.

Capítulo V. Conclusión.

Hemos observado como los mercados han ido integrándose poco a poco hasta formar un mercado que puede considerarse único o globalizado, por lo cual un pequeño desajuste provoca una gran turbulencia en todo el sistema financiero internacional. La complejidad que caracteriza al actual sistema financiero, así como las nuevas modalidades en el financiamiento del desarrollo, han hecho que la globalización financiera traspase las fronteras de muchos sistemas financieros nacionales.²⁵²

La existencia de un sistema financiero resulta fundamental para facilitar e impulsar la actividad económica. Si éste no existiera, entonces para un determinado período sólo se podría gastar lo que se ha obtenido como ingreso, reduciendo así posibilidades de inversión y de crecimiento económico. Bajo el contexto de la globalización en el cual la economía en su conjunto está inmersa, es indispensable contar con un sistema financiero desarrollado y competitivo, que permita impulsar el crecimiento y desarrollo económico de un país o una región. De igual modo, el grado de desarrollo del sistema financiero tiene que estar en función del mayor o menor número de intermediarios y mercados financieros y, del grado de especialización que les caracterice, además de la mayor o menor adaptación a las necesidades y preferencias de los agentes económicos mediante un creciente número de productos financieros.

A lo largo de este trabajo se ha mencionado que a partir del cambio en el sistema monetario y financiero internacional, que se da con la ruptura de los acuerdos de Bretton Woods, se modificaron las tendencias de los flujos internacionales de capital, siendo necesaria la reconfiguración del sistema

²⁵² Cabe mencionar que la nueva rearticulación de los mercados financieros, anteriormente segmentado, y las características actuales del mercado financiero internacional global introducen nuevos elementos al avance del estudio de las crisis. Las crisis financieras y las crisis bancarias tienen, así, particularidades bien definidas, por un lado, hay un aumento inusitado de ellas, la inestabilidad financiera es cada vez más frecuente, y por otro lado, participa activamente, el prestamista de última instancia, llámese Reserva Federal de los Estados Unidos, Fondo Monetario Internacional y autoridades monetarias locales (Bancos Centrales).

financiero internacional. La inestabilidad resultante en los tipos de cambio y en las tasas de interés generaron un campo propicio para la especulación. Se ha dicho también cómo la liberalización y desregulación financiera (que encuentran su origen en el Consenso de Washington), junto con la innovación financiera y al nuevo papel de los intermediario financieros, son unas de las causa de la crisis financiera internacional porque han orillado a los intermediarios financieros a recurrir a la especulación, lo que implica un mayor riesgo.

Respeto a la crisis de 2008 en Estos Unidos, las fallas en la colocación de créditos hipotecarios *subprime* en el mercado y una inadecuada gestión de riesgos que se caracterizó por un alto nivel de apalancamiento, condujeron a un mercado deterioro del mercado hipotecario del tipo subprime en los Estados Unidos, que tiempo después afectaría y contaminaría al conjunto de los mercados financieros internacionales.

Los bancos de inversión crearon vehículos de inversión estructurada, para remover los activos hipotecarios de alto riesgo fuera de balance general de las instituciones financieras y de esa manera mejorar la liquidez y ganancia de las organizaciones financieras que autorizan los créditos.

La regulación ineficiente y el alto apalancamiento que registraron los bancos e instituciones financieras en el sector hipotecario, explica el riesgo sistémico que afecto a los Estados Unidos y a la economía mundial, transfiriendo sus efectos a la economía real y a los niveles de empleo.

Se concluye además, que la crisis financiera del sector de hipotecas *subprime*, responde a tres elementos: la globalización financiera, la baja calidad del sistema de regulación y supervisión de la actividad financiera local y la ausencia de controles a la entrada de capital.

La globalización supone un aumento de los mercados y de la competitividad que beneficia a los consumidores o usuarios finales de productos financieros, al conseguir bienes más baratos y de mayor calidad. Pero también implica un incremento del riesgo de las empresas, recortando sus márgenes y llevándolos a situaciones concretas de mayor endeudamiento y generando a su vez un incremento en su apalancamiento financiero.

En síntesis, de lo visto en este trabajo, puede concluirse que la globalización financiera desempeña un papel destacado en el origen de las crisis financieras ya que contribuye al estallido de las mismas. En una primera etapa, la globalización financiera provoca el aumento del riesgo de crisis en la economía, ya

que el aumento de los flujos de capital y de la liquidez internacional incide en un incremento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales. El aumento de la incertidumbre supone un aumento de la vulnerabilidad financiera de la economía. En una segunda etapa, el proceso de globalización financiera coadyuva, a través de la vía externa, a que los ataques especulativos tengan la fuerza suficiente para provocar, en esta situación de vulnerabilidad financiera, una crisis financiera como la de 2008.

Por el lado de la mejora de los sistemas de regulación y supervisión de la actividad financiera, la cual considero la medida más importante para evitar los efectos de la globalización en la fragilidad financiera internacional, por el gran número de problemas que se solucionan con ello. Existe cierto consenso entre los especialistas, gobiernos y organismos internacionales sobre la importancia y las bondades de adoptar esta medida. No obstante para establecer un sistema eficaz de regulación y supervisión de la actividad financiera, es necesario dotar de recursos económicos, técnicos y humanos de los que no siempre disponen las economías. Además, está el problema de la merma de la eficacia de la regulación y supervisión generada por el uso de productos financieros derivados.

Con respecto a este último problema, la solución está en hacer un mejor seguimiento del uso de derivados. Y en cualquier caso, los estudios empíricos que han analizado el efecto de la mejora de los sistemas de regulación y supervisan han puesto de manifiesto que dicha mejora reduce la fragilidad financiera y el riesgo de crisis financieras de los países que la lleven a cabo, lo que significa que su eficacia no queda del todo anulada con el uso de derivados. El uso de derivados financieros también amenaza la eficacia de los controles de capital. Así mismo, para implantar estos controles también se deben superar obstáculos políticos. Para evitar los problemas de la eficacia de los sistemas de regulación y supervisión de la actividad financiera y de los controles de capital, habría que establecer un sistema de regulación y supervisión de los derivados financieros.

Por todo esto, la regulación y supervisión de los derivados financieros debe empezar por una mejora y mayor recopilación de información sobre el uso de los mismos, además las autoridades deben centrar sus esfuerzos en mejorar los sistemas de regulación y supervisión de la actividad bancaria y del uso de derivados financieros y en implantar controles de capital. La preocupación respecto del alcance de la regulación se justifica, ya que si esta es exagerada podría ser perjudicial para la actividad económica.

Las medidas que pueden ayudar a evitar las crisis recurrentes se pueden resumir en la mejora de los sistemas de regulación y supervisión de la actividad bancaria y financiera de cada país, diseño e implantación de controles a la entrada de capitales y una mejor y mayor supervisión y regulación del uso de derivados financieros. Además, resulta imprescindible renovar los esfuerzos para diseñar y llevar a cabo la reforma del actual sistema financiero internacional ya que esta es la única vía para contener el volumen y la naturaleza volátil de los flujos de capital a escala internacional.

Con todo lo anterior se acepta la hipótesis central de esta tesis, afirmando que la desregulación financiera internacional a la par del proceso de globalización abrió pauta a la generación de burbujas especulativas que fueron el inicio de la crisis internacional de 2008. Debido a que los sistemas de regulación no se pudieron desarrollar al mismo ritmo que los nuevos instrumentos financieros, por un lado; y por otro la alta liquidez del mercado y bajas tasas de interés que llevaron a los mercados a asumir riesgos excesivos por la búsqueda de una mayor rentabilidad.

Lo que se pretende es evitar la repetición de una situación tan riesgosa como la que hasta hace poco tiempo se vivió en la economía internacional.

Debe buscarse una profunda reforma del sistema financiero y monetario internacional, que implique la defensa del ahorro y la canalización hacia las inversiones productivas. Así mismo debe romperse la permanente recurrencia de un sistema que beneficia centralmente a la especulación. De igual manera debe haber una constante regulación de las organizaciones que centran los principios del sistema monetario para que estas no sigan favoreciendo políticas que interrumpen el desarrollo endógeno de los países endeudados. Deben crearse nuevas instituciones económicas multilaterales, sobre nuevas bases, que dispongan de la autoridad y los instrumentos para actuar en contra de la especulación. De allí que se convierten en indispensables las intervenciones y regulaciones urgentes por parte las autoridades nacionales e internacionales que desafíen los fundamentos del mercado y protejan las finanzas de todos los miembros de la comunidad mundial, en donde todos estén representados adecuadamente.

Bibliografía.

- Banco de México, s. f., Cit. Recuperado en mayo de 2013 de <http://www.banxico.org.mx>.
- Blaug Mark, *Teoría Económica en Retrospectiva, la Economía Anterior a Adam Smith*, México, Fondo de Cultura Económica, 1985.
- Camdessus, Michael, “De la Crisis a un crecimiento Nuevo”, IMF, 2002, en www.imf.com
- Bustelo, Pablo, García Clara y Olivé Iliana. *¿Cómo afrontar la Globalización Financiera? Reflexiones sobre la Liberalización, Controles de Capital y Nueva Arquitectura Financiera Internacional*. Departamento de Economía Aplicada, Universidad Complutense, Madrid, 2000.
- Carter, M., *Journal of economic issues*, USA, septiembre de 1989, esp. Vol. XXIII, Nº 3. Cit. Financial innovation and financial fragility.
- Chapoy Bonifaz, A., *Economía financiera contemporánea*, México, PORRÚA, 2004, esp. pp. 49-50, 65. Cit. El sistema financiero internacional. En E. y Correa.
- Cero Vega Efraín, *El mercado de valores en México, estructura y funcionamiento*, Editorial Planeta, México 1995.
- Clift, J., *Finanzas y Desarrollo*, USA, septiembre de 2003, esp. Vol. 40, Nº 3. Cit. Más allá del consenso de Washington.
- Correa, E., *Los mercados financieros y la crisis en América Latina*, México, IIEc-UNAM, 1992.
- Correa, E., *Desregulación financiera internacional*, México, UNAM, TESIS DE DOCTORADO, 1996.
- Correa, E., *Crisis y desregulación financiera*, MÉXICO, UNAM-IIEC-SIGLO XXI, 1998.
- Correa, E. G., *Globalidad, crisis y reforma monetaria*, México, UNAM-IIEC, UAM, CELAG, 1999.
- Crocket, Jean, Blume E. M. y Taubman P., *Economic Activity and Finance*, Cambridge, Massachusetts, Ballinger, 1982.

- Das, D., *APSEM Working papers*, Australia, AUSTRALIAN NATIONAL UNIVERSITY, 1998, esp. N° DI 98/3. Cit. Flows and runs: Capital and speculation in emerging market economies.
- Eatwell, J., *CEPA Working papers*, USA, octubre de 1996, esp. Serie 1, N° 1. Cit. International capital liberalization: The impact on world development.
- Fondo Monetario Internacional, *Libro 45 de Organización y operaciones financieras del FMI*, México, 2001, FONDO MONETARIO INTERNACIONAL.
- Freixas, X. Y., *The MIT Press*, USA, 2008. Cit. Microeconomics of banking.
- García Ruíz, José Luis, "Patrón oro, banca y crisis (1875-1936), Una Revisión Desde la Historia Económica" *Cuadernos de estudios empresariales*, Madrid, 1992, n° 2.
- Gerd, H., *Finanzas y desarrollo*, USA, Washington DC, FMI, marzo de 2002. esp. Vol. 39, N° 1. Cit. La mundialización de las finanzas.
- Girón González, A., *Crisis Financieras*, México, IIEC-UNAM, 2002.
- Girón, Alicia y Correa, Eugenia. *Mercados Financieros Globales: Desregulación y Crisis Financieras*. México, 1999.
- Guillén, A., *Globalidad, crisis y reforma monetaria*, México, IIEC-UNAM, UAM, CELAG, 1999. Cit. Mundialización de la economía y reforma del sistema monetario y financiero internacional. En G. A. Correa Eugenia.
- Guitián, M., *Finanzas y desarrollo*, Washington DC, FMI, marzo de 1999, esp. Vol. 36, N° 1. Cit. Repercusiones de los flujos internacionales de capital en la política económica.
- Helleiner, Erick, "From Bretton Woods to Global Finance: A World Turned Upside Dawn", en Stubbs, Richard y Underhill, Geoffrey R. D. (eds.), *Political Economy and the Changing Global Order*, Londres, MacMillan, 1994.
- Huerta Moreno, G., *Gestión y estrategia*, esp. N° 6, art. 7. Cit. La apertura del sistema financiero mexicano en el contexto de la desregulación financiera mundial.
- Humbert Baughn W. y Donald R. Mandich., *The International Banking Handbook*, USA, 1983, esp. p. 853
- Levine, R., *Handbook of economic growth*, USA, 2005, esp. pp. 866-910. Cit. Finance and growth: Theory and evidence.
- López González, T. S., *Financiamiento del desarrollo en mercados de dinero y capital globalizados*, México, MIGUEL ÁNGEL PORRÚA-UNAM-

DGAPA-ACATLÁN, 2003. Cit. Liberalización financiera, esterilización monetaria y desintermediación bancaria en México. En Y. L. Mantey G.

- M. Aglietta, *Macroéconomie Financière*, París, La Découverte, 1995. En Correa E. Ídem. P.165.
- Manrique, Campos, Irma y Kaplan M. Coord. *Regulación de Flujos Financieros Internacionales*, México, UNAM, Instituto de Investigaciones Económicas, 2000.
- Marichal, Carlos, "Nueva historia de las grandes crisis financieras, una perspectiva global, 1873-2008", editorial DEBATE, México 2010.
- Martín Mato, Miguel Ángel, *Mercado de capitales, los mercados de acciones y bonos en la práctica*, Editorial Thomson, España 2007.
- Mantey de Anguiano, G. Y., *De la desregulación financiera a la crisis cambiaria: Experiencias en América Latina y el sudeste asiático*, México, UNAM-ENEP ACATLÁN-DGAPA, 2000.
- Mishkin, Frederic S., *Moneda, banca y mercados financieros*, México, PEARSON, 2008.
- Mishra, D. M., *Finanzas de desarrollo*, USA, Washington DC, FMI, junio de 2001, esp. Vol. 38, N° 2. Cit. Los flujos de capital privado y el crecimiento.
- Olivé Aldaroso, I., *Globalización financiera y crisis en economías emergentes, tesis doctoral*, Madrid, España: Facultad de CC Económicas y Empresariales de la Universidad Complutense, 2002.
- Ortega Castro, A., *Introducción a las finanzas*, México, MC GRAW HILL, 2002, esp. p. 65.
- Petrella, Riccardo, "Globalization and Internationalization: The Dynamics of the Emerging World Order", en Boyer, Robert y Drache, Daniel (eds.). *States Against Markets: The limits of Globalization*, Londres-Nueva York, Routledge, 1996.
- Pi Anguita, Joaquín, "El sistema de Bretton Woods y el Acuerdo Smithsoniano". *Economía Internacional*, México, diciembre 2003.
- Pussetto, L., *Sistema financiero y crecimiento económico: Un misterio sin resolver*, Universidad de Palermo Business Review, 2008, esp. pp. 47-70.
- Puyana, J., *De la desregulación financiera a la crisis cambiaria: Experiencias en América Latina y el sudeste asiático*, México, UNAM-ENEP ACATLÁN-DGAPA, 2000. Cit. "Globalización, neoliberalismo y la crisis

asiática: La necesidad de un nuevo orden financiero internacional". En G. Y. Mantey de Anguiano.

- Raffer, Kuinibert, Las instituciones de Bretton Woods y las crisis monetarias y financieras, *Revista del Departamento de Economía*, Viena, nº 816, Universidad de Viena, junio-agosto 2004.
- Ramírez Solano, E., *Moneda, banca y mercados financieros*, México, PEARSON PRENTICE HALL, 2007, esp. pp. 9-11.
- Roger LeRoy, Miller, Pilsinelli, Robert, *Moneda y Banca*, segunda edición, Bogotá, Mc GrawHill, 1997.
- Samuelson, P. A., *Economía*, México, MC GRAW HILL, 2003.
- Shafer, J., *OECD Economic studies*, USA, 1987, esp. Nº 9, pp. 57-78. Cit. Managing crises in the emerging financial landscape.
- Sias, R., *Financial analysts journal*, USA, 1996, esp. Vol. 52, Nº 2, pp. 13-20. Cit. Volatility and the institutional investor.
- Stiglitz, J. E., *El malestar en la globalización*, México, TAURUS, 2006, esp. p. 148.
- Strange, Susan. *The Retreat of the State. The Diffusion of Power in the World Economy*, Cambridge, Cambridge University Press, 1996. Col Cambridge Studies in International Relations
- Studar, R., *Journal of postkeynesian economics*, USA, 1995, esp. Vol. 18, Nº 2. Cit. The efficiency of financial systems, liberalization and economic development.
- Swary, I., & Barry, T., *La desregulación financiera global. La banca comercial en la encrucijada*, México, FONDO DE CULTURA ECONÓMICA, 2007.
- Toporowski Jan, "una visión sobre la actual crisis de la crisis en la zona-euro", *Economía Informal*, UNAM, nº 372 enero-febrero 2012.
- Williamson, J., *Finanzas y desarrollo*, USA, FMI, septiembre de 2003, esp. Vol. 40, Nº 3. Cit. Reseña sobre el consenso de Washington y sugerencias sobre los pasos a dar.
- Allen F. y Gale, *Understanding financial crises*, USA, New York, OXFORD UNIVERSITY PRESS, 2007.
- American Economic Review, *Crisis and risk management*, Mayo 2000, esp. Vol. 90.

- Bernanke S. y M. Gertler, *Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission*, USA, JOURNAL OF ECONOMIC PERSPECTIVE, 1995, esp. Vol. 9, N° 4, pp. 27-48.
- Comín, Comín Francisco, *Historia Económica Mundial de los Orígenes a la Actualidad*, primera edición, Madrid, Alianza, 2011.
- Cooper, G., *The origin of financial crises. Central banks, Credit bubbles and the efficient market fallacy*, USA, VINTAGE BOOKS, 2000.
- Correa, Eugenia, *Crisis y desregulación financiera*, México, UNAM-IIEC-SIGLO XXI, 1998.
- Cué Mancera, Agustín, *Dos enfoques sobre la crisis económica internacional*, México, esp. pp. 12-74. Cit. La integración económica ante la primera crisis financiera del siglo XXI.
- Cuevas Ahumada, Víctor M., *Orígenes, evolución y perspectiva*.
- Eatwell, John, *CEPA Working papers*, USA, NEW SCHOOL FOR SOCIAL RESEARCH, octubre de 1996, esp. Serie 1, N° 1. Cit. International capital liberalization: The impact on world development.
- Fondo Monetario Internacional, *Informe: Reestructuración de los mercados internacionales de capital*, USA, Washington DC, BOLETÍN WASHINGTON, 1992.
- Fondo Monetario Internacional, s.f. Cit. Recuperado en mayo de 2014 de www.imf.org/external/np/exr/facts/spa/glances.htm
- Girón González, Alicia, *Crisis financieras*, México, IIEC-UNAM, 2002.
- Girón, González, Alicia, *Crisis financieras y crisis bancarias*, México, UNIVERSIDAD DE MARNE - LA - VALLÉE E ISMEA, 16 y 17 marzo de 1998. Cit. Ponencia presentada en el Seminario "La integración monetaria en América Latina y las lecciones que se pueden sacar para Europa.
- Hilferding, R., *El capital financiero*, Cuba, La Habana, EDITORIAL DE CIENCIAS SOCIALES, INSTITUTO CUBANO DEL LIBRO, 1971.
- Huerta, Carlos y Pureco, Alfredo, *Teoría económica: Crisis bancaria y financiera, un problema no resuelto para el caso de México*, México, UNAM, 2 al 4 de septiembre de 2003. Cit. Ponencia presentada en el Seminario Institucional de Economía Financiera, celebrado en el Instituto de Investigaciones Económicas.
- Kindleberger, Charles P., *Manías, pánicos y cracs*, Ariel, España, 1989.
- Kregel, Jan A., *Yes, 'it' did happen again. A Minsky crisis happened in Asia*, USA, abril 1998, JEROME LEVY INSTITUTE WORKING PAPER, esp. N° 234. Cit. The Jerome Levy Institute of Bard College.
- Krugman, Paul R. *De vuelta a la Economía de la Gran Depresión Virtual*. Grupo Editorial Norma. Bogotá, Colombia, 1999.

- Lelart Michael, *El Sistema Monetario Internacional*, Editorial Acento, 1996.
- López-Mejía, Alejandro, *Grandes flujos de capital. Causas, consecuencias y opciones de política, en finanzas y desarrollo*, Washington DC, FMI, septiembre de 1999, esp. Vol. 36, N° 3.
- Marcos Buzo, Ricardo, (2011), *La integración económica ante la primera crisis financiera del Siglo XXI*, México, UAM AZCAPOTZALCO, BIBLIOTECA DE CIENCIAS SOCIALES Y HUMANIDADES: COLECCIÓN ECONÓMICA, 2011.
- McKinnon, Ronald I. y Huw Pill, *Credible economic liberalizations and overborrowing*, USA, THE AMERICAN ECONOMIC REVIEW, mayo de 1997, esp. Vol. 87, N° 2, pp. 189- 203.
- Mishkin, Frederic S., *International capital movements, financial volatility and financial instability*, USA, NBER WORKING PAPERS, enero de 1998, esp. N° 6390.
- Morser, Th., *International Finance*, USA, 2003, esp. 6:2, pp. 157-178. Cit. What is international financial contagion.
- Olivie Aldasoro, Iliana, *Globalización financiera y crisis en economías emergentes*, Madrid, España, TESIS DOCTORAL DIRIGIDA POR EL DR. PABLO BUSTELO GÓMEZ DE LA FACULTAD DE CC. ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES DE LA UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID, ESPAÑA, 2002.
- Popov, G., *On the 2008 economic crises*, Rusia, VOPROSI ECONOMIKI, 2008, esp. N° 12, pp. 112-118.
- Portes, *Introduction*, USA, FMI, WORLD ECONOMIC OUTLOOK, 2009.
- Reyna, J. L., *La crisis según Krugman*, México, MILENIO, 20 de octubre de 2008, esp. p. 20.
- Santana, Ruddy, *La Teoría Deuda – Deflación del Ciclo de Fisher y la Teoría sobre la crisis financiera de Minsky: Una comparación en investigación económica 215*, México, UNAM, enero-marzo de 1996, esp. pp. 45-75.
- Screpanti Ernesto, Zamagni Stefano, *Panorama de Historia del Pensamiento Económico*, España, Ariel, 1997.
- Shafer, Jeffrey R., *Managing crises in the emerging financial landscape*, USA, OECD ECONOMIC STUDIES, otoño 1987, esp. N° 9, pp. 55-78.
- Shiller, R. J., *The supreme solution. How today's financial crises happened and what to do about it*, USA, Princeton, 2008.
- Sias, Richard W., *Volatility and the institutional investor*, USA, FINANCIAL ANALYSTS JOURNAL, marzo-abril 1996, esp. Vol. 52, N° 2, pp. 13-20.
- Studart, Rogério, *Apertura y desregulación de los sistemas financieros en los noventa: Grandes expectativas y resultados magros. El caso brasileño*, México, UNAM-ENEP ACATLÁN-DGAPA. Cit. En Mantey de Anguiano, G. y

Levy Orlik, Noemí, (coordinadoras). De la desregulación financiera a la crisis cambiaria: Experiencias en América Latina y el sudeste asiático.

- Ugarteche, O., *Un repaso de la crisis estadounidense y lo que viene, América Latina en Movimiento*, México, PUBLICACIÓN INTERNACIONAL DE LA AGENCIA LATINOAMERICANA DE INFORMACIÓN, 2008, N° 437, pp. 1-25 (www.alainet.org).
- Urquidí L. Victor, "Bretton Woods: un recorrido por el primer cincuentenario", Comercio Exterior, México, 1994, vol. 44 n° 10.
- Valera Parache, Manuel y Félix, *El Sistema Monetario internacional. Presente y Futuro*, México, 1974, Editorial Planeta. esp.
- Vargas Sánchez, Gustavo, *La demanda agregada*, México, PEARSON PRENTICE HALL, 2006, esp. Cap. 13 pp. 319-331, 744. Cit. Introducción a la teoría económica. Un enfoque latinoamericano. Segunda edición.
- Wolf, Martin, *Fixing global finance*, USA, UNIVERSITY JOHN HOPKINS, 2008.
- Banco de México, "Nuevos Acuerdos de Basilea (Basilea II)", en www.banxico.org.mx
- "Guía sobre los Comités, Grupos y Clubes", IMF, en: www.imf.org
- La implementación de estas reglas... en: www.eleconomista.com.mx, 13 de septiembre de 2010.
- Rodríguez de Codes Elorriaga, Elena, "Las nuevas medidas de Basilea III en materia de capital", estabilidad financiera, n° 19, en: www.bde.es, p. 13.
- Caruana Jaime, "Basilea III: hacia un sistema financiero mas seguro", Banco Internacional de Pagos.
- "Basilea III", El Economista, en: www.eleconomista.com.mx, 13 de septiembre de 2010.
- Novales, Alonso "política monetaria antes y después de la crisis financiera", Departamento de Economía Cuantitativa, Universidad Complutense, Madrid, marzo 2010 en: pendiente.de.migración.ucm.es, pp. 12-16.
- Manuelito Sandra, Correla Filipa, Jimenez Luis, Felipe, "La crisis sub-prime en Estados Unidos y la regulación y supervisión financiera: lecciones para América Latina y el Caribe", CEPAL, Santiago de Chile, Serie Macroeconomía del desarrollo n° 79, febrero 2009.
- Laffaye Sebastián, "La crisis financiera: origen y perspectivas", Centro de Economía Internacional, Buenos Aires Argentina, n°13, 1 de diciembre de 2013.
- Aparicio Ramírez Ángel y Hernández Calvario Lourdes Carolina, "Interpretación de la crisis hipotecaria de Estados Unidos", Economía Informa, México, serie 91, n° 353, julio-agosto 2008.

