

Alicia Girón González

CRISIS FINANCIERAS

Corrección de estilo y colaboración

En el cuidado de la edición
Marisol Simón del IIEc

Primera edición, abril del año 2002

2002
UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
INSTITUTO DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

2002
Por características tipográficas y de edición
MIGUEL ÁNGEL PORRÚA, librero-editor

Derechos reservados conforme a la ley
ISBN 970-701-239-0

IMPRESO EN MÉXICO

PRINTED IN MÉXICO

Amargura 4, San Ángel, Álvaro Obregón, 01000 México, D. F.

A mis becarios:

Aderak Quintana, Alfredo Pureco, Carlos Arguello, Claudia Esmeralda Maya, Elizabeth Concha, Enrique Torres, José Martín Guerra, Martín Peña y Roberto Soto. Juntos creamos seminarios, libros, ponencias, artículos para revistas nacionales e internacionales, redes electrónicas y la revista olafinanciera.com. Compartimos apasionadamente la crisis financiera más profunda en la vida independiente de nuestro país; el fantasma de la crisis, auge y recesión en el sudeste asiático, Japón y Rusia; el pánico financiero y el cierre de las bolsas de la red financiera internacional en Wall Street en septiembre de 2001.

Algunos becarios, ya formados, se han ido a trabajar o a estudiar al extranjero; con ellos viví parte de su juventud y enriquecieron mi madurez intelectual.

Diciembre de 2001

*Crisis Financieras:
México, Rusia, Brasil, Turquía y Argentina*

Alicia Girón González¹

Indice

- 1. Introducción*
- 2. Crisis financieras: causas y efectos*
- 3. El mercado financiero global*
- 4. La primera crisis del siglo XXI*
- 5. La crisis asiática*
- 6. De Rusia a Argentina pasando por Brasil y Turquía*
- 7. La quiebra del Long-Term Capital Management: Hedge Fund*
- 8. "New economy", recesión inevitable*
- 9. Conclusiones*
- 10. Bibliografía*

¹ La autora agradece el apoyo brindado para la elaboración de este ensayo a los becarios Roberto Soto, Aderak Quintana y Martín Peña.

El 11 de septiembre de 2001, el ataque terrorista contra las Torres Gemelas de Nueva York rompió el corazón de la red financiera internacional y desplomó a las principales corredurías y representaciones de la banca internacional. Los mercados que físicamente estaban cercanos al área cerraron: New York Stock Exchange, Nasdaq Stock Market y American Stock Exchange, cierre técnico que no se había presentado desde la primera Guerra Mundial. La tendencia descendente del mercado internacional profundizó la recesión, creó incertidumbre y una situación de pánico ante la urgencia de los consumidores por obtener liquidez. Esto demostró una vez más la fragilidad financiera y la profundización del mercado financiero global. La agudización de la recesión obliga a replantear el orden económico internacional y las políticas económicas hegemónicas.

Alicia Girón González

Diciembre, 2001.

1. Introducción

Durante las últimas tres décadas, las crisis financieras han ocasionado turbulencias en los mercados financieros. El impacto ha sido devastador en muchas economías. Los problemas de deuda externa, de las bolsas de valores, de quiebras bancarias, hiperinflaciones y volatilidad de los tipos de cambio han sido comunes no sólo en los países emergentes sino también en países como Estados Unidos, Japón y Europa. 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. Las crisis se enmarcan en la era posterior a Bretton Woods, que se inicia en agosto de 1971, cuando el entonces presidente de EUA Richard Nixon puso fin al vínculo que existía entre el dólar y el oro, en proporción de 35 dólares por onza de oro fino, dejando al mundo inundado de dólares sin respaldo alguno.

Jan Toporowsky define estos años como la "era financiera", donde lo financiero toma el liderazgo del desarrollo del capitalismo, por encima de las empresas industriales. El objetivo de este breve texto es demostrar cómo a raíz del proceso de desregulación y liberalización financiera los agentes económicos sufren cambios que permiten la integración de los mercados financieros nacionales en un mercado financiero global que funciona las 24 horas del día y cuya característica fundamental es la innovación tecnológica.

En este trabajo se hace una revisión de las crisis financieras, las cuales pueden ir precedidas de crisis monetarias, crisis de endeudamiento externo, crisis bursátiles y crisis bancarias². La particularización del

² Las crisis monetarias ocurren en los mercados monetarios, en los cuales se negocian diferentes activos de gran liquidez y nulo o muy bajo riesgo, y que son susceptibles de negociarse al por mayor, es decir, por importes muy elevados en cada operación. Las crisis de endeudamiento externo consisten en el incumplimiento de pagos por parte de prestatarios. Según la importancia de éstos, la crisis revestirá mayor o menor severidad. Puede suceder que simultáneamente varios países no estén en condiciones de cubrir su

estudio de las crisis bancarias que ocasionaron crisis financieras internacionales alterando los sistemas financieros y bancarios nacionales así como la composición y dinámica del comportamiento de los flujos de capital a escala internacional, se presentan en los casos del sudeste asiático, Rusia, Brasil, Argentina y Turquía. Al final del trabajo se aborda el tema de la recesión mundial provocada por la caída de los títulos participantes en la nueva economía (*new economy*)³ y que impactó a todo el mundo a fines de 2001.

2. Crisis financieras: causas y efectos

Charles Kindleberger señala que de 1618 a 1929 hubo un sinnúmero de crisis financieras. Por mencionar sólo algunas: la de los tulipanes (1636-1640), la de las compañías de oriente a fines del siglo XVIII, la caída de los títulos ferrocarrileros (siglo XIX) y la caída en menos de dos horas del 75 por ciento de los títulos de RCA (25 de octubre de 1929); en los años 30 más de mil bancos estadounidenses se declararon en quiebra. Más recientemente, sorprende la caída del índice *Nasdaq*⁴, en el transcurso de un año, a partir de marzo de 2000, cuando el precio de los títulos de la *nueva economía* se desplomó en cerca de un noventa por ciento, iniciando un proceso de recesión económica mundial, después de un periodo de casi diez años de crecimiento de la economía de EUA.

deuda, desatándose entonces una crisis generalizada como sucedió en Latinoamérica en los años 80. Las crisis bursátiles ocurren cuando hay una fuerte baja en la cotización que se registra en las bolsas de valores; esto puede obedecer a una depresión económica generalizada, a una crisis en la cotización de alguna moneda extranjera, etcétera. Las crisis bancarias son crisis colectivas de todo el sistema bancario o de un número considerable de bancos importantes; en los años ochenta, EUA registró entre 40 y 200 quiebras bancarias al año.

³ Se refiere a la transformación que tuvieron las empresas por la introducción de la tecnología digital en sus operaciones de financiamiento y en la transformación de las formas de trabajo.

⁴ La National Association of Securities Dealers (NASD), la asociación de los miembros de los mercados de valores de EUA, introdujo el sistema de cotización por ordenador, Automated Quotation System (NASDAQ) en 1974. El NASDAQ se considera el tercer mercado mundial de valores, detrás de Tokio y de Nueva York.

El colapso de grandes, medianos y pequeños bancos tiene una significación muy importante en el campo de la teoría económica, en el ciclo económico, en la competencia entre los mercados financieros nacionales y entre las diversas regiones del mundo. Las quiebras bancarias en Tailandia, Indonesia, Corea del Sur y Japón tuvieron un costo para el Fondo Monetario Internacional cercano a los cien mil millones de dólares; las de los bancos de Escandinavia al inicio de los noventa y las de América Latina (México, Argentina, Brasil, y Venezuela), son las más importantes en la última década del siglo XX. Sin embargo, no debe olvidarse la quiebra de las sociedades de ahorro y préstamo en Estados Unidos durante los ochenta, que le costaron al Sistema de la Reserva Federal (banco central de EUA, conocido como Fed) más de 150 000 millones de dólares, ni el colapso financiero de los años treinta, cuando más de mil bancos se declararon en bancarrota.

El estudio de las crisis bancarias que desembocan en crisis financieras debe enmarcarse en el proceso de desregulación y liberalización de los sistemas financieros nacionales, que consiste en la eliminación, a través de las fronteras, de las limitaciones al otorgamiento o prestación de servicios financieros (créditos e inversiones fundamentalmente). “Una integración financiera que hace imposible desvincular los distintos mercados financieros y que 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” (Correa, 1998, p. 167).

La competencia de los bancos con otros intermediarios financieros⁵ y la pérdida de importancia del papel que la banca comercial había

⁵ Bancos de inversión, compañías aseguradoras, fondos de pensiones, fondos mutuos.

desempeñado tradicionalmente,⁶ el incremento de las operaciones fuera de balance (*off-balance-sheet*) amén de la participación de nuevos instrumentos financieros, es decir, nuevas modalidades de inversión, están llevando a cuestionar si la banca comercial está en declive o están cambiando sus funciones,⁷ como resultado de la innovación financiera y de la emergencia de nuevos productos, de la integración, de la globalización y del papel creciente de los mecanismos de mercado en la determinación de los precios y de la distribución.

En realidad, las crisis bancarias son resultado de la mayor competitividad de los servicios que ofrecen los intermediarios financieros en mercados altamente integrados a escala mundial, así como de la participación de los intermediarios no bancarios. Es importante mencionar que el proceso de desintermediación inducido por la competencia ha provocado una tendencia a la "...disminución de operaciones tradicionales que integran los balances de los bancos, los recortes de costos y la consolidación de las operaciones bancarias mayoristas, así como a la expansión de las actividades bancarias que no figuran en sus balances. Habida cuenta de la ininterrumpida pérdida de la participación de los bancos en los pasivos de las sociedades anónimas, se ha elevado rápidamente la de los fondos de inversión y del papel comercial"(FMI, septiembre de 1992). A lo anterior hay que agregar la búsqueda de instrumentos más rentables en los mercados de valores y la disminución de los créditos tradicionales concedidos por la banca comercial en el entorno mundial (FMI, noviembre de 1992).

Según el Banco de Pagos Internacionales (BPI) las operaciones en instrumentos derivados ascendían a 9 887 miles de millones de dólares a fines de 1996. El crecimiento porcentual del total de ese tipo de

⁶ En 1965 los bancos proporcionaban el 75% de todo el crédito empresarial a mediano y corto plazo en EUA; en 1995, en virtud de la posibilidad que tienen las empresas de pedir prestado directamente al mercado y ya no a través de la banca comercial, tal porcentaje se había reducido al 50%.

instrumentos fue de 1500% entre 1986 y 1996. En este periodo, pasaron de 518 mil millones de dólares a 4840 miles de millones de dólares en América del Norte; de 87 mil millones a 2154 miles de millones de dólares en la región Asia-Pacífico y de 13 mil millones a 2832 miles de millones de dólares en Europa. Los intercambios (*swaps*) de tasas de interés, introducidos en 1981, crecieron hasta llegar a totales vigentes de 81000 millones de dólares en 1984 y más de un billón de dólares en 1988; los futuros de tasas de interés representaron en dicho año el 76 % del total de operaciones en derivados, y las opciones de tasas de interés el 24 por ciento⁸

La expansión de la actividad bancaria a áreas no tradicionales, ocurre al tiempo de un desarrollo extraordinario de otras empresas financieras y no financieras, las cuales han venido proveyendo servicios de tipo bancario y formando “bancos que no son bancos”. La institucionalización de los mercados financieros ha avanzado también con rapidez, incrementando el refinanciamiento y el profesionalismo de todos los participantes. Inversionistas y prestatarios actúan cada vez más en el mercado como instituciones, con todas las ventajas que ello involucra. Esta tendencia tiene implicaciones importantes para los mercados financieros (Itzhak y Topf, 1993, p. 383).

⁷ The 30th Annual Conference on Bank Structure and Competition, organizada en mayo de 1994 por la Reserva Federal de Chicago, se dedicó al tema ¿The Declining Role of Banking?

⁸ Los instrumentos financieros derivados son contratos cuyo valor deriva del valor de otros activos financieros. Las transacciones que se realizan en el mercado de instrumentos derivados se basan no en la compra de acciones, bonos u otros valores, sino en la apuesta sobre el precio que en el futuro tendrán alguna materia prima, el tipo de cambio de determinada divisa, el índice de un mercado de valores, determinada tasa de interés u otros índices o indicadores (Rodríguez de Castro, 1995). Los principales tipos de instrumentos derivados son las opciones, los futuros y los *swaps*. Una opción de compra es el derecho a comprar un instrumento financiero en el futuro; una opción de venta es el derecho a vender un instrumento financiero en el futuro. Los contratos a futuro consisten en la obligación de comprar un instrumento financiero a un precio determinado en una fecha futura, o bien en la obligación de vender un instrumento financiero a un precio determinado en una fecha futura. Los *swaps* (permutas o intercambios) permiten a dos prestatarios cambiar el carácter de sus respectivas deudas. En un *swap* de tasas de interés un prestatario que considera conveniente cambiar su deuda de tasa fija a tasa flotante, permuta o intercambia su pasivo con otro prestatario que desee hacer lo opuesto. En un *swap* de divisas, un prestatario que por ejemplo quiera reducir sus deudas en libras esterlinas y sustituirlas por un pasivo en francos suizos, puede hacerlo intercambiando con otra parte que desee realizar la operación contraria (Rodríguez de Castro, 1995).

La solidez de un sistema bancario es resultado de políticas macroeconómicas y estructurales que permiten una estrecha correlación con el sistema financiero. En América Latina los procesos de desregulación financiera no han sido muy exitosos, precisamente porque no se ha tenido la visión para establecer una política económica que posibilite la liberalización del sector financiero sin desestructurar el sistema bancario. Ejemplo de ello ha sido Chile (Díaz, 1995) a principios de los ochenta y Venezuela, México y Argentina en los años 90.

Por ello, en América Latina, se admite que independientemente de si los sistemas bancarios están o no adecuadamente reglamentados y supervisados, siempre serán vulnerables a los shocks macroeconómicos. Éstos afectarán adversamente la demanda de moneda nacional o la afluencia de capital internacional, pudiendo socavar la capacidad de los bancos nacionales para financiar sus compromisos de préstamos, conduciendo a una crisis a través de otras vías. Un incremento inesperado de depósitos bancarios o una afluencia de capital extranjero puede desencadenar una bonanza de las actividades crediticias de los bancos, al final de la cual éstos pueden encontrarse con la falta de pago de muchos préstamos, lo que hace al sistema muy vulnerable a un shock pequeño (Gavin y Hausmann, 1997, pp. 32-33).

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. Durante los últimos años de la década de los noventa se observan gran número de fusiones entre los grandes bancos comerciales principalmente en Estados Unidos. Ejemplo de ello es la fusión de la compañía bancaria y de la firma financiera más grande de Estados Unidos, Citicorp con Travelers Group por más de 72,500 millones de dólares; la de BankAmerica y NationsBank, valorada en 60,000

millones de dólares y la de Banc One Corp. First Chicago NBD, por cerca de 30,000 millones de dólares. Estas fusiones revelan una nueva etapa de consolidación bancaria en Estados Unidos. En Alemania también han ocurrido fusiones bancarias como la de Deutsche Bank y Dresdner Bank, operación que se calcula en 1,245 billones de dólares; en Japón destaca la fusión de los bancos Daiwa, Kinsai Osaka y Nara que acumulan activos de aproximadamente 182.136 millones de dólares, así como la de los bancos Dai-Ichi Kangyo, Fuyo y Banco Industrial de Japón que en conjunto acumulan activos por 1,26 billones de dólares.

La nueva estructura del poder financiero se caracteriza por la desintermediación en los mercados financieros, la desregulación financiera en escala mundial y la competencia entre las instituciones financieras. Por otra parte, la disminución de la deuda contratada con la banca comercial internacional y el aumento de los créditos vía la emisión de valores promueven la modificación de los métodos tradicionales de financiamiento.

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. 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 institucionales⁹. Los flujos netos de capital privado a esos mercados, en promedio anual, durante 1993-2000 fueron de 119.3 mil millones de dólares. Entre 1993 y 1996, en promedio, los países de la región asiática¹⁰ recibieron 39.25 mil millones de dólares. A partir de la crisis de 1997 y hasta el 2000 habían salido capitales en promedio por año de 15.22 mil millones de dólares. En ese mismo periodo, los flujos netos de capital privado hacia los mercados de América Latina

⁹ En este sentido, liquidez es la capacidad que tienen los activos (bonos, acciones, derivados) para convertirse en dinero efectivo sin sufrir una merma de valor. El arbitraje es la operación típica de los especuladores en los mercados de valores: es la compra de un activo a un precio bajo y su venta sin riesgo a un precio más alto.

fueron de 52.37 mil millones de dólares. Es decir, la participación de Asia se reduce drásticamente, incrementándose la de América Latina como consecuencia del impacto de la crisis asiática.

¹⁰ Corea, Indonesia, Malasia, Filipinas y Tailandia.

Cuadro 1
Mercados Emergentes: Flujos de Capital
(Miles de millones de dólares)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002 ³
TOTAL										
<i>Flujos netos de capital privado</i>	124.5	141.3	189	224.2	120.3	53	69.8	32.6	56.5	106.2
<i>Inversion privada directa</i>	56.6	80.9	96.8	120.2	144.9	151	150.3	143.9	150.5	155.8
<i>Inversion privada en portafolio</i>	81.7	110.2	42.8	85.2	42.9	0.7	24.5	25	20.2	26.2
<i>Otros flujos de capital</i>	-13.9	-49.8	49.5	18.7	-67.5	-98.7	-101.9	-136	-114.2	-75.8
<i>Flujos oficiales</i>	54.1	8.2	31.3	0.9	56.8	62.1	10.6	4.8	5.6	7.4
ASIA¹										
Países en crisis²										
<i>Flujos netos de capital privado</i>	20.7	33.4	38.9	64	-9	-32.7	-9.1	-10.2	-16.8	0.2
<i>Inversion privada directa</i>	6.7	6.5	8.8	9.8	1.5	10.9	7.8	8.6	10	11.8
<i>Inversion privada en portafolio</i>	17.1	11.3	17.7	23.6	7.2	-9.3	3.6	4	-0.6	1.9
<i>Otros flujos de capital</i>	-3.1	15.5	12.4	30.5	-26.7	-34.3	-20.5	-22.7	-26.1	-13.6
<i>Flujos oficiales</i>	3.3	0.9	14.9	-3.9	14.6	17.8	-5.6	2.5	-0.4	-3.3
Otros Mercados Emergentes Asiaticos										
<i>Flujos netos de capital privado</i>	20.9	33.7	35.6	50	22.4	-14.3	9.6	8.4	3.4	13.1
<i>Inversion privada directa</i>	26.4	38.2	39.7	45.7	49.7	48.5	42.8	38.5	39.7	43.1
<i>Inversion privada en portafolio</i>	0.9	7.6	2	3.5	-0.1	-6.3	0.7	8.7	3.1	3.9
<i>Otros flujos de capital</i>	-6.3	-12.1	-6.1	0.8	-27.1	-56.4	-33.9	-39.8	-39.4	-34
<i>Flujos oficiales</i>	8.2	2.3	-3.6	-7.9	-7.3	0.4	3.1	-5.9	0.9	1.4
AMÉRICA LATINA										
<i>Flujos netos de capital privado</i>	37.3	42.8	41.6	62.8	68.1	61.8	40.4	39.2	60.6	70.7
<i>Inversion privada directa</i>	12.2	23.1	24.9	39.3	53.8	56.3	64.2	56.9	53.9	53.5
<i>Inversion privada en portafolio</i>	47.2	62.4	2.5	38	19	19.9	10.4	4.7	10.7	11.6
<i>Otros flujos de capital</i>	-22.1	-42.6	14.2	-14.4	-4.7	-14.5	-34.2	-22.3	-4.1	5.6
<i>Flujos oficiales</i>	30.5	7.8	17.5	6.1	16.2	15.4	7.4	17.1	9.1	8.4
MEDIO ESTE, MALTA Y TURQUIA										
<i>Flujos netos de capital privado</i>	25.1	15.1	11.1	14.6	19.4	8.1	3.7	-16.2	-10.8	0.2
<i>Inversion privada directa</i>	3.3	5.3	7.4	8.3	7.3	7.9	5	9	8.6	10.5
<i>Inversion privada en portafolio</i>	6.9	8.1	3	2.7	1.7	-11.4	-4.2	-2.1	-2.5	0.6
<i>Otros flujos de capital</i>	14.9	1.7	0.8	3.5	10.4	11.6	2.9	-23.1	-16.9	-10.9
<i>Flujos oficiales</i>	5.6	2.3	3.2	4.7	2	8.5	5	-5.3	-3.3	0.4
PAISES EN TRANSICIÓN										
<i>Flujos netos de capital privado</i>	17.4	4.8	49.6	20.5	2.5	19.2	12.5	2.8	5.4	8.2
<i>Inversion privada directa</i>	6	5.3	13.1	12.4	15.5	20.5	21.6	24.2	28.1	28.4
<i>Inversion privada en portafolio</i>	8.7	17.3	14.6	14.6	8	4	2.2	5.3	5.5	3.9
<i>Otros flujos de capital</i>	2.7	-17.8	21.9	-6.5	-20.9	-5.2	11.2	29.7	28.3	-24.1
<i>Flujos oficiales</i>	2.1	-10.1	-4.5	4	33.1	17.3	-0.8	0.8	1	3
AFRICA										
<i>Flujos netos de capital privado</i>	3.2	11.4	12.3	12.3	16.8	10.9	12.7	8.6	14.7	14
<i>Inversion privada directa</i>	2.2	2.4	2.9	4.7	8.1	7	8.9	6.8	10.3	8.4
<i>Inversion privada en portafolio</i>	0.9	3.5	3.1	2.8	7	3.7	8.7	4.3	3.9	4.4
<i>Otros flujos de capital</i>	0	5.5	6.4	4.9	1.6	0.1	-4.9	-2.4	0.5	1.2
<i>Flujos oficiales</i>	4.5	5	3.9	-2.1	-1.8	2.7	1.4	-4.4	-1.5	-2.6

¹ Corea, Singapur, Taiwan

² Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas, y Tailandia.

³ Pronóstico

Fuente: Fondo Monetario Internacional. International Capital Markets, agosto, 2001.

También en estos años se acentúa la incertidumbre en los mercados financieros, estimulada por la alta volatilidad de los tipos de cambio, las tasas de interés y los niveles de liquidez.

A diferencia de lo que ocurre en los países industrializados, en América Latina los depositantes se muestran más inclinados a retirar sus recursos del sistema bancario, cuando se ve afectada adversamente la capacidad de los prestatarios para pagar. Por ello, la fragilidad de los sistemas bancarios también se refleja en el elevado costo asociado con la reestructuración de los sistemas después de una crisis (Rojas y Weidsbrod, 1997, pp.10-11).

El costo fiscal de los rescates bancarios que siguen a las crisis, ha sido altísimo. En Colombia representó de 5 a 6 por ciento del producto interno bruto (PIB), en Japón 3%, en España de 15 a 17 % y en México entre 12 y 15 por ciento del PIB.¹¹ Los costos de una crisis financiera son amplios, al costo fiscal y cuasi-fiscal de la reestructuración del sector financiero se agregan el efecto de ésta en el nivel de la actividad económica y la incapacidad de los mercados financieros de funcionar eficientemente.

El problema de selección adversa ocurre cuando existe información asimétrica o incompleta, y los bancos otorgan créditos que en el futuro no pueden recuperar debido a que no seleccionaron adecuadamente a sus clientes; el riesgo moral aparece cuando el préstamo otorgado por un banco es utilizado por el prestatario en algo más riesgoso que lo planteado al solicitar el crédito.

El llamado “efecto dominó” se produce cuando la quiebra de un intermediario financiero genera un desequilibrio en todo el mercado de capital. El riesgo sistémico tiene tres causas: cambios abruptos en el

precio de los activos, interconexiones entre los intermediarios, y ataques especulativos (Naranjo, 1995, pp. 6-7).

En la gestación de las crisis financieras de los noventa han intervenido varias circunstancias:

- a Después de una severa reducción de los préstamos internacionales a raíz de la crisis de la deuda externa en los años ochenta, los países emergentes recurrieron al financiamiento externo vía los mercados bursátiles *a través de instrumentos financieros de mayor riesgo*. Debido a la crisis mencionada, que se inició en México en 1982, la banca comercial norteamericana fue reestructurada con vistas a incrementar sus reservas necesarias para poder hacer frente a sus pasivos. El crédito internacional otorgado por la banca comercial paulatinamente pasó a intermediarios financieros vía los mercados bursátiles; dicha transformación se realizó con base a la legislación interna de los Estados Unidos, la MacFadden Act y la Glass Steagall Act (Girón, 1994). Las entradas netas de capital hacia América Latina provenientes de los flujos de capital fueron sorprendentemente altas a partir de 1991-1994 con un crecimiento real anual del 3.9 por ciento del PIB, en tanto que durante 1995-1996 la tasa de crecimiento de las entradas netas fue de 5.2 por ciento por arriba de la tasa de crecimiento del PIB de la región. La desregulación y liberalización financiera en los diferentes sistemas financieros nacionales fue consecuencia de la necesidad de hacer más competitivos los márgenes de intermediación bancaria de la banca comercial ocasionando diferentes cambios en la legislación bancaria de EUA; posteriormente, las leyes bancarias internas buscaron en las operaciones fuera de balance obtener mayores ganancias.

¹¹ El costo del rescate bancario en Chile durante la década de los ochenta fue de entre 19 y 41 por ciento, en Estados Unidos entre 5 y 7 por ciento. En los noventa en Venezuela representó el 17 por ciento; en Finlandia entre 8 y 10 por ciento.

- b* El ritmo de crecimiento de los flujos de capital externo por medio de los mercados de valores y la inversión extranjera de cartera¹² superó con amplitud el del PIB nacional, sobre todo en los mercados emergentes, gestándose una asimetría entre la tasa del crecimiento económico general y la del aumento de los recursos financieros disponibles para el desarrollo.
- c* La relación entre el crecimiento económico y su financiamiento no necesariamente es simétrica. Tanto en el caso de México como en el caso de Tailandia, Indonesia, Corea del Sur y el propio Japón la inestabilidad en la actividad económica fue precedida de crisis bancarias, observando características muy semejantes. Entre éstas destaca el enorme flujo de capitales a escala internacional generados por las operaciones fuera de balance de los bancos, que buscan en los mercados emergentes mayores oportunidades de rentabilidad.
- d* La integración y globalización financieras hacia un mercado único, homogéneo, permanente e ininterrumpido de 24 horas al día, son resultado de la revolución tecnológica en las comunicaciones pero tienen sus orígenes desde la creación del sistema monetario de Bretton Woods, en el cual se homologó la política monetaria de los países. Con el paso del tiempo se han ido conformando embrionarias zonas monetarias, de las cuales únicamente la Unión Europea (UE) tiene un alto grado de avance, evidenciado por el lanzamiento (1 de enero de 1999) de su moneda única, el euro, bajo el control del Banco Central Europeo.

¹² La inversión extranjera de cartera o de portafolio (*foreign portfolio investment*) es la forma que adopta la mayor parte del capital a corto plazo y consiste en la adquisición de acciones extranjeras admitidas o no a cotización oficial en bolsa (siempre y cuando no sean inversión extranjera directa), deuda y valores líquidos (cash securities) emitidos por ciudadanos, empresas, bancos y gobiernos de otros países. Por lo general, la inversión de portafolio permanece en el país receptor un tiempo breve; para ello está en forma muy líquida (depósitos bancarios, letras gubernamentales o valores con una fecha de vencimiento muy próxima) (Chapoy, 2002).

e Las últimas experiencias de las crisis financieras, muestran al menos dos lineamientos en común: primero, el sistema bancario no puede quebrar tan fácilmente como una industria en bancarota; segundo, el sistema financiero de un país representa el ahorro de una sociedad y el crecimiento económico a futuro de al menos una generación. Después de la experiencia de 1997, la política monetaria y financiera de los Estados Unidos ha consistido en dar diferentes soluciones a las crisis bancarias, donde la participación del Fed (banco central de EUA) como prestamista de última instancia, ha sido fundamental. Sin embargo, el inicio de la deflación en Estados Unidos, un año después de las manifestaciones de la crisis asiática, y las caídas abruptas de las bolsas de valores a nivel mundial, así como las drásticas devaluaciones de las monedas asiáticas y latinoamericanas cuestionan tanto las medidas de solución como la propia crisis financiera.

f Otro elemento que debe ser analizado es la creciente participación de China en el mercado internacional. Su producto interno bruto fue de 900 mil millones de dólares en 1997 y el ingreso per-cápita, de 724 dólares; desde 1986 ha tenido un crecimiento del diez por ciento anual. A partir de 1993, China ha recibido una gran cantidad de flujos de capital, sobre todo en la forma de inversión extranjera directa¹³. El superávit en cuenta corriente fue de 8.3 mil millones de dólares en 1994; un año antes había registrado un déficit de 10.7 mil millones de dólares. En 1995 el superávit fue de 18 mil millones de dólares y creció a 46.2 mil millones en 1997. Si bien es cierto que las importaciones crecieron de 95.3 mil millones de dólares en 1994 a 136.5 mil millones de dólares en 1997, las exportaciones tuvieron un incremento aun

¹³ La inversión extranjera directa es la forma que asume la mayor parte de la inversión privada a largo plazo, y consiste en la adquisición de activos reales en el extranjero, esto es, en el establecimiento o ampliación de sucursales y en la reinversión de utilidades en empresas filiales o subsidiarias extranjeras (Chapoy, 2002).

mayor al pasar de 103.6 mil millones de dólares en 1994 a 182.7 mil millones de dólares en 1997.

- g El impacto de los flujos de capital a escala internacional en las economías emergentes y el comportamiento de la inversión extranjera directa en dichas economías, distorsionan las estructuras productivas internas en la fase donde los sistemas económicos inician su integración al proceso global. En la medida en que la tasa de crecimiento de la inversión extranjera indirecta (de cartera) crece de manera más acelerada que la inversión extranjera directa hay un impacto en las estructuras productivas donde el financiamiento del desarrollo se distorsiona. No obstante, en algunos periodos el flujo de inversión extranjera indirecta disminuye o se invierte, debido al incremento en las tasas de interés de los fondos federales de EUA. La política económica permite mantener un tipo de cambio sobrevaluado, tasas de interés al alza y un crecimiento artificial del PIB. Ello, aumenta el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos y los sistemas bancarios se vuelven frágiles. Esto se da principalmente en la región asiática y latinoamericana.

Por lo anterior, la hipótesis central para poder entender las crisis financieras es no sólo el impacto de los flujos de capital internacional en los países emergentes sino también cómo la inversión extranjera directa se comporta en esas naciones.

Las crisis bancarias se enmarcan en los procesos de desregulación y liberalización financiera de los sistemas bancarios mundiales y de su inserción en un modelo global. La competencia entre los mercados financieros nacionales y la integración de un mercado financiero global pugnan por mercados contestatarios. Si bien el presente trabajo se refiere sólo al sistema bancario, es importante rescatar la hipótesis

clásica según la cual los bancos y la industria tienen una correspondencia muy estrecha y son precisamente los cambios en el sector productivo y las necesidades de éste, los que determinan el comportamiento del financiamiento y del crédito. Así, el patrón de financiamiento observado en un país corresponde al grado del desarrollo que tiene su proceso de industrialización.

Por ello, en la etapa de inserción de los sistemas financieros nacionales al modelo global, emergen mercados financieros cuyas características van conformando un mercado financiero integrado, haciéndose parte de éste los mercados emergentes donde podrían darse tendencias hacia una moneda común y tasas de interés homogéneas. Por ello, la tasa de interés de los fondos federales determinada por el Fed afecta la política monetaria de otros países, en especial sus tasas de interés.

Es indudable que la formación de bloques monetarios¹⁴ en zonas geográficas lleva hacia una competencia de tasas de interés regionales. Pero el surgimiento de nuevos intermediarios financieros asociados a una diversificación de carteras de derivados determinados por los flujos de capital hacen más difícil no sólo la intermediación bancaria tradicional sino el mantenimiento de la estabilidad del sistema financiero internacional. Los mercados emergentes se ven integrados a un solo mercado financiero, global y de operación ininterrumpida. Es importante mencionar que el proceso de desintermediación¹⁵ inducido por la competencia ha provocado una tendencia a la "... disminución de operaciones tradicionales que integran los balances de los bancos, los

¹⁴ Una unión monetaria es un acuerdo entre un grupo de países de fijar irrevocablemente sus tipos de cambio a la moneda más fuerte (incluyendo la opción de tener una moneda común) y permitir la completa integración de sus mercados financiero y bancario (Mundell, 1969). Cabe hacer notar que ni en América ni en Asia existen propuestas tan ambiciosas en extensión y profundidad como en la Unión Europea, por lo cual puede decirse que aunque se habla de la posible evolución hacia un sistema tripolar, los tres polos están evolucionando a una velocidad muy diferente. Incluso gana adeptos la opinión de que podría surgir un mundo bipolar (dólar-euro), más que tripolar, tomando en consideración que la "zona dólar" no se limita a América Latina sino que abarca importantes regiones de Asia. (Chapoy, 1998).

¹⁵ Proceso por el cual los créditos bancarios se transforman en valores (bonos) negociables. El ahorro fluye así del ahorrador al inversionista sin pasar por una institución financiera.

recortes de costos y la consolidación de las operaciones bancarias mayoristas, así como a la expansión de las actividades bancarias que no figuran en sus balances. Habida cuenta de la ininterrumpida pérdida de la participación de los bancos en los pasivos de las sociedades anónimas, se ha elevado rápidamente la de los fondos de inversión y del papel comercial". (FMI, septiembre de 1992)

Esto ha sido factor fundamental en el número creciente de crisis bancarias en los últimos años. En un estudio del FMI (mayo de 1998, p. 96) se señala que durante el periodo 1980-1996, 133 de los 181 países miembros del FMI habían experimentado 150 crisis bancarias; en contraste, entre 1943 y 1979, dichas crisis no excedieron de diez, pese a que los años 1974-1975 fueron de recesión (Jordan, Peek y Rosengren, 1 de febrero de 1999).

3. El mercado financiero global

Como se ha visto a lo largo de este trabajo, desde el inicio de la década de los ochenta ha tenido lugar un crecimiento inusitado en los mercados financieros en escala global. Particularmente, en lo que son los mercados de valores, las burbujas especulativas han emergido como un fenómeno persistente¹⁶. Los valores adquieren un precio que difícilmente tiene que ver con su realidad. Los índices de cotizaciones se elevan y luego se desploman. Los cambios estructurales más fuertes han sido la innovación financiera y los cambios organizados del mercado de valores segmentado a una red unitaria. Una gran cantidad

¹⁶ 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 aun mayor a su valor fundamental, lo que implica un exceso de volatilidad. La caída brusca en la cotización, es el momento en que explota la burbuja. Esto puede suceder por el fin de una fase eufórica en el mercado, por el cambio de tendencia en un ciclo de coyuntura económica favorable, por la adopción de 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 (Instituto Superior de Técnicas y Prácticas Bancarias).

de adquisiciones y fusiones para lograr mejores negocios y ganancias en escala internacional se lleva a cabo constantemente.

El mercado financiero dejó de ser desde hace un par de décadas un mercado segmentado y nacional, como se describe enseguida: "... de Bangkok a Seúl, de Hong Kong a Frankfurt, París, Londres y New York, de México a Río y Buenos Aires, los mercados financieros globales han guiado su artillería a las capitales del este asiático. En el camino, ellos han incidido en tasas de interés altas, sistemas bancarios frágiles y economías débiles, ocasionando desestabilizar monedas que en periodos previos habían sido estables. Todo ello a partir del segundo semestre de 1997. Esta devastación sugiere que han emergido mercados financieros mundiales como una forma de gobiernos supranacionales para el siglo XXI... virtualmente, todas las naciones conjuntan la economía global, sus finanzas están sujetas a los mercados imperantes" (Girón y Correa, 1998). Por ello, no es una casualidad que los mercados financieros nacionales se encuentren integrados a un único mercado, pues no sólo poseen características semejantes, sino que responden en su desempeño a las variaciones de tasas de interés y tipos de cambio internacionales, así como a los lineamientos de política monetaria y financiera hegemónicos.

Cuando analizamos las recientes crisis bancarias y financieras en el marco de la globalización financiera resultado de la desregulación y liberalización de los sistemas financieros nacionales y el incremento de los intermediarios no bancarios, así como el elevado número de operaciones fuera de balance a través de las operaciones con instrumentos financieros derivados (opciones, futuros y swaps) y de los asientos electrónicos, ocurre preguntar ¿qué pasa con los mercados financieros nacionales?

El proceso de integración en un mercado financiero global ha ocasionado diferentes tipos de crisis; como se dijo en páginas

anteriores, el FMI señala que de 1980 a 1996 hubo 150 crisis que afectaron al setenta por ciento de los países miembros de esa institución. Las crisis financieras van precedidas de caídas del producto interno bruto, ocasionadas por profundas crisis económicas acompañadas de grandes procesos de concentración y centralización del capital, categorías analizadas por Marx en su obra de *El Capital*.

Hoy, en la esfera financiera, los productos, los servicios y la informática, han revolucionado conceptos y conformado la "*nueva economía*", que parece llevar al mundo a una recesión y posiblemente a una caída prolongada del crecimiento económico y a una crisis económica generalizada semejante a la de 1929. La deflación prolongada en Japón, el impacto de la recesión en el sudeste asiático después de una sorpresiva recuperación entre 1998 y 1999, la depreciación del euro en la Unión Europea y la negativa respuesta de la economía de EUA ante la baja acelerada de la tasa de interés de la Reserva Federal durante 2001, ponen a debate el modelo hegemónico.

Para poder entender las mutaciones del mercado financiero es importante profundizar en las teorías neoclásicas y llegar a las aportaciones contemporáneas de los economistas postkeynesianos. Es importante desde una visión evolucionista de la economía observar la estrecha relación entre los cambios tecnológicos y las instituciones para prevenir las futuras crisis financieras.

4. La primera crisis del siglo XXI

Michael Camdessus, director gerente del FMI hasta fines de los 90, expresó en 1995 que México era el primer país en el contexto de la mundialización de los mercados financieros que presentaba una crisis de tal magnitud. Y, añadió: "Es preciso que todos los países aprendan de esta experiencia y se preparen para enfrentar situaciones similares. En toda crisis se mezclan los peligros y las oportunidades; ya que hemos neutralizado el peligro inmediato, aprovechando ahora las oportunidades" (FMI, febrero de 1995). Efectivamente el paquete de salvamento fue el más grande otorgado hasta entonces por el FMI y la comunidad internacional.¹⁷ La crisis bancaria mexicana que desembocó en una crisis financiera con efectos en otros países latinoamericanos fue la pauta para nuevos programas de estabilización del FMI y la alternativa para otros países que cayeron en situación similar.

4.1 El entorno de la crisis, el rescate y la extranjerización

Los cambios que se presentaron en la reforma financiera en México fueron acompañados por las modificaciones en el perfil y la organización de la producción, desde la privatización de los bancos hasta la actividad económica en general. Por otro lado, la renegociación de la deuda externa en el marco del Plan Brady¹⁸ y las expectativas de la firma del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), permitieron que México pudiera volver a obtener créditos en el mercado internacional de capitales. "Por la privatización de los bancos el gobierno federal recibió 39, 711 millones de pesos (equivalentes a casi 13,000 millones de dólares). Como en el resto de

¹⁷ Dicho paquete fue de casi 50 mil millones de dólares: 17 800 millones del FMI; 10 mil millones de Europa, Canadá y Japón (pese a la resistencia de Alemania y Reino Unido que expresaron sus dudas acerca de la conveniencia de este esfuerzo); 20 mil millones de Estados Unidos.

las privatizaciones, los recursos obtenidos también se destinaron íntegramente al Fondo para el pago de la deuda interna." (SHCP, febrero de 1995).

La banca mexicana a pesar de un entorno favorable presentaba ciertos desajustes; la cartera vencida (los préstamos impagados) de los bancos creció a una tasa mayor que el PIB en el periodo de 1990-1994. Los problemas de capitalización se agudizaron y existía un alto nivel de endeudamiento en empresas privadas, bancos comerciales y banca de desarrollo.

El año 1994 fue muy difícil, pues a las circunstancias señaladas se sumaron los aumentos significativos en la tasa de interés de Estados Unidos, la disminución de los flujos de capital hacia México, la necesidad de lograr financiamiento a través de los tesobonos captando el dinero de los fondos mutualistas. Por otra parte, hubo una difícil transición sexenal y las reservas del Banco de México se fueron agotando, con la consiguiente depreciación del peso mexicano, que profundizó la complejidad de la crisis bancaria.

La crisis financiera, particularmente en el sector bancario se manifestó en el crecimiento de la cartera vencida, en las dificultades para constituir reservas preventivas y en los problemas de capitalización del sistema bancario. Desde entonces se ha registrado una mayor presencia de filiales de intermediarios financieros extranjeros, alianzas estratégicas y fusiones, como opción para enfrentar la competencia y las necesidades de recapitalización.

¹⁸ Debe su nombre a quien lo ideó, el entonces Secretario del Tesoro de EUA, y tuvo por objeto supuestamente aliviar la crisis de la deuda latinoamericana al alentar a los bancos a renegociar parte de esa deuda y a prolongar los vencimientos.

4.1.1 Primera etapa (1989-1994)

En el entorno de la transformación financiera, la problemática de la banca se ha expresado en problemas de capitalización y de carteras vencidas, así como en altos niveles de endeudamiento de las empresas, de los particulares y de los propios bancos comerciales y de desarrollo. Por su complejidad, la crisis bancaria en México es, sin duda, reflejo de la creciente integración y de las innovaciones de productos financieros en las operaciones de crédito y préstamos en los mercados financieros, de la conversión de activos bancarios en valores, llamada también "titularización" (*securitization*), cuya regulación y supervisión deben ser más específicas.

La industrialización ha sufrido rupturas ante el proceso de apertura hacia el exterior que resultó tan negativo para la pequeña y mediana industria, provocando, antes y después de la crisis de 1994, el problema de las carteras vencidas. La crisis mexicana, caracterizada por la "crisis de los tesobonos"¹⁹ o "crisis de la deuda interna", acompañada de la insolvencia de las empresas, la banca comercial y la banca de desarrollo, se suma a las crisis de los ochenta: deuda externa, crisis bancaria, crisis bursátil, inestabilidad y devaluación cambiaria, las cuales son un reflejo en gran parte de la reestructuración del sistema financiero nacional en el marco de los cambios en los mercados internacionales de capital (Culpeper 1997). Sin embargo, la crisis bancaria, cuya solución ha incluido programas de rescate, ha tenido un costo social muy elevado, se profundiza y parece difícil salir de ella.

¹⁹ Hacia el final del sexenio (1988-94), ante la inminencia de que el pánico hiciera que los inversionistas sacaran su dinero del país, el gobierno emitió un gran volumen de obligaciones a corto plazo, los tesobonos, que estaban denominados en dólares y que por lo tanto eran inmunes a las devaluaciones. Los inversionistas cambiaron rápidamente sus obligaciones a corto plazo denominadas en pesos (los Certificados de Depósito, Cetes) por tesobonos, cuyo valor llegó a cerca de 29 mil millones de dólares en 1994; al estallar la crisis y redimir esos valores en dólares, se agotó la reserva del Banco de México.

La volatilidad financiera, el entorno recesivo, la política monetaria restrictiva (cuyo principal instrumento es la reducción del crédito interno), el repunte inflacionario, la falta de liquidez, el incremento de los márgenes de intermediación, el sobreendeudamiento de empresas y particulares con la banca comercial y la deuda externa de ésta, son los factores que explican la grave crisis bancaria que se precipitó después de la devaluación de diciembre de 1994. Todo lo anterior aceleró el deterioro de los balances y de los activos bancarios de la cartera crediticia (créditos al consumo, corporativos e hipotecarios) y los niveles de capitalización (Girón, 1994).

El Banco de México, destaca la posición neta acreedora o deudora de los agentes económicos respecto del sistema financiero interno.²⁰ Así, según esa institución la posición neta acreedora de las familias es negativa de 1993 a 1995; la posición negativa de las empresas empieza en 1992, llegando a un nivel máximo en marzo de 1995: a menos 10.7 como porcentaje del PIB. A partir de 1996 se observa un cambio positivo y se mantiene en crecimiento constante hasta 1999. En el caso de las empresas, el incremento que se observó a fines de 1994 en su saldo neto deudor se vio muy influido por el efecto de la devaluación en sus pasivos en moneda extranjera. La disminución que en 1995 registró dicho saldo neto obedeció en parte a que la banca dio de baja la cartera incobrable (Banco de México, 1995); a partir de 1996 existe una posición neta acreedora positiva

La emergencia de la inestabilidad financiera, el abandono de la política de tipo de cambio vigente hasta diciembre de 1994 y la adopción de un régimen cambiario más flexible, implicaron cambios en la

²⁰ “La posición neta acreedora (+) o deudora (-) de los individuos, empresas y de los residentes del exterior se obtiene de la diferencia entre sus activos financieros (depósitos bancarios, valores del gobierno y valores privados de renta fija) y el financiamiento que cada grupo recibe del sistema bancario y de otros intermediarios del país, así como a través de la colocación de valores de renta fija. El financiamiento incluye el originado tanto por el principal como por los intereses, vigentes y vencidos, así como la cartera traspasada a Fobaproa y al programa de UDIs.” (Banco de México, 1995, p.112)

instrumentación de la política monetaria. Así, la inestabilidad tuvo efectos amplios sobre el sistema financiero, particularmente en el sector bancario, que se manifestó como se mencionó, en el crecimiento de la cartera vencida y dificultades tanto para constituir reservas preventivas como de capitalización. Ante el peligro de colapso y de insolvencia, el Banco de México activó el rescate bancario a través del Fobaproa (Fondo Bancario de Protección al Ahorro), hoy Instituto para la Protección del Ahorro Bancario (IPAB²¹) y el Programa de Capitalización Temporal (Procapte).

Así, se puede afirmar que “...de 1989 a 1994 aumentó la vulnerabilidad actuando el banco central como prestamista de última instancia del sistema bancario mexicano, evitando la crisis de proporciones mayores.”(Marino, 1996, pp. 18-19). Por otra parte, los activos bancarios luego de un importante incremento en términos reales entre 1989 y 1994, se contrajeron 14.8% hasta el tercer trimestre de 1995, a pesar del establecimiento de nuevas instituciones bancarias.

Esta etapa de la crisis estuvo caracterizada por la ampliación de la competencia del sistema bancario mexicano asociada al auge crediticio

²¹ El IPAB es un organismo descentralizado de la Administración Pública Federal que garantiza los depósitos bancarios de dinero, así como los préstamos y créditos a cargo de las instituciones (pagando el saldo de las obligaciones, hasta por una cantidad equivalente a 400 000 UDIs por persona, cualquiera que sea el número y clase de dichas obligaciones a su favor y a cargo de una misma institución). Sin embargo, quedan excluidos de la citada protección las obligaciones a favor de las entidades financieras; las obligaciones a favor de cualquier sociedad que forme parte del grupo financiero al cual pertenezca la institución de banca múltiple; los pasivos documentados en títulos negociables, así como los títulos emitidos al portador; las obligaciones o depósitos a favor de accionistas, miembros del consejo de administración y funcionarios de los dos primeros niveles jerárquicos de la institución de que se trate, así como apoderados generales con facultades de administración y gerentes generales; las operaciones que no se hayan sujetado a disposiciones legales, reglamentarias, administrativas o a las sanas prácticas y usos bancarios, en la que exista mala fe y las relacionadas con operaciones de lavado de dinero.

El IPAB podrá otorgar apoyos financieros tendientes a proveer la liquidez o el saneamiento de alguna institución. Tales apoyos podrán otorgarse mediante la suscripción de acciones y obligaciones subordinadas, asunción de las obligaciones, otorgamiento de créditos o la adquisición de bienes de propiedad de las instituciones.

Sin embargo, el costo de rescate bancario, según Standard & Poors, se estima en cerca de 800 000 millones de pesos, equivalente a 81 632 millones de dólares; 20% del PIB; 34 veces el monto del “blindaje”; casi el total de la deuda neta externa y 2.26 veces la deuda interna neta del país. La cifra representa también 100% del crédito vigente de la banca y 78% del presupuesto del gobierno para este año. El monto incluye el costo de los rescates de Bancrecer, Serfin, Atlántico, Promex e Inverlat.

que tuvo lugar en ese período. Asimismo, al agravamiento del problema de las carteras vencidas, se sumó la incertidumbre prevaleciente en 1994; además, los aumentos de las tasas de interés en Estados Unidos a partir de febrero de 1994, hicieron más atractivo invertir en activos de ese país que en activos de los mercados emergentes.

4.1.2 Segunda etapa (1995-2001)

Uno de los problemas que enfrentó la banca mexicana a partir de la crisis de 1994 y principios de 1995 es la modificación en el crédito a los diferentes sectores.

La asignación del crédito al sector privado descendió de 613 000 millones de pesos en 1994 a 564 000 millones en 1998; en términos porcentuales se observa una tasa anual decreciente de 2.73 % en el periodo 1994-1998. Cabe recalcar que al instrumentarse el *Fobaproa* y las medidas de rescate bancario que permitieron capitalizar a los bancos y sanear sus carteras vencidas al excluir los créditos insalvables o estos fondos atribuibles al rescate, la caída en el financiamiento fue de 37.4% en 1995; en diciembre de 1996 y de 1997 las variaciones negativas fueron de 35.5% y 12.9%, respectivamente. El panorama en 1998 y 1999 fue similar, dado que en términos reales hubo una variación de -4.6% y -9.7%, respectivamente, y no existen aún signos de que el sistema bancario vaya a aumentar el financiamiento al sector privado.

No obstante, de las encuestas de evaluación coyuntural del mercado crediticio se obtuvieron los siguientes resultados:

- a La gran mayoría de las empresas (62.7% en promedio anual) no utilizaron crédito durante 1998;

- b La disponibilidad de crédito parece haber aumentado durante el primer semestre, para caer posteriormente, sobre todo en el tercer trimestre;
- c Las principales razones que adujeron las empresas para no utilizar financiamiento, por orden de importancia, fueron i) el nivel de las tasas de interés; ii) la reticencia exhibida por la banca a extender crédito; y iii) la incertidumbre sobre la situación económica;
- d Las empresas que obtuvieron crédito durante 1998, lo destinaron principalmente a financiar capital de trabajo (más del 50%), a la reestructuración de pasivos, y a la inversión, y
- e La principal fuente de financiamiento de las empresas fueron sus proveedores, seguida por la banca comercial. (Banco de México, 1998, pp. 152 y 153).

4.2 Indicadores de desempeño de la banca

Hasta antes de la crisis financiera el margen financiero del sistema bancario mexicano estaba catalogado como muy semejante al de sus socios comerciales del TLCAN; sólo para ejemplificar mencionaremos las siguientes cifras.

“En 1993 los activos totales de los bancos más importantes de América del Norte ascendieron a 1 859 598.1 millones de dólares, suma muy superior a la deuda externa de los países en desarrollo y que representó un tercio del PNB de esa región. De ese monto, Estados Unidos absorbió 66.5%, Canadá 26%, y México 7.5%. Respecto a 1990 esos activos se incrementaron 20.17% en 1993. En el caso estadounidense el repunte de 1990 tendió a decrecer hacia 1992; en Canadá hubo un ligero crecimiento y sólo México registró un aumento sostenido, que en términos absolutos representó 81 658.5 millones de dólares de 1989 a 1993. El efecto de las variaciones de este último se vinculó con la

recesión en Estados Unidos y en menor medida con la de Canadá, aunque también influyeron las expectativas macroeconómicas originadas por el TLC y el repunte económico producto de la entrada de capitales externos.

Resulta interesante destacar que el promedio del margen financiero de la banca mexicana (5.8) es muy cercano al de la estadounidense (5.96); el de Canadá es de sólo 3.9. Cabe señalar que en 1990 los activos de la banca comercial de México ascendían a 72 212 millones de dólares, cifra apenas cercana al quinto banco más grande de Estados Unidos (estarían entre las del Security Pacific Bank y el Bankers Trust Corp.) y ligeramente por encima de los del Bank of Montreal, que ocupa el tercer lugar” (Girón, 1994).

En el periodo 1994-2000 las ganancias netas frente a fondos propios cayeron al pasar de 12.6% a 9.69%; por otra parte, las ganancias netas frente a activos totales, con excepción de 1996, se han mantenido igual y el ingreso operacional frente a los activos totales subió de 4.10% en diciembre de 1994 a 5.66% en diciembre de 1999 (Girón, 1994, pp.1068-10069). ¿Qué significado tienen estos porcentajes si, como se vio, el crédito bancario ha disminuido?

- a Los servicios bancarios son una fuente de recursos que los bancos han incrementado de manera notable.
- b El saneamiento de la cartera ha contribuido en gran medida a mejorar el balance de los bancos.
- c Un componente importante del activo de los bancos es el pagaré gubernamental que respalda los pasivos vendidos al Fobaproa.
- d Las fusiones han contribuido a mejorar su capitalización y esto se refleja en los indicadores de productividad, como son la reingeniería financiera de los mismos y el ajuste de personal.

Por tanto, ¿la solvencia y la capitalización pueden considerarse como un saneamiento real de la banca a pesar del rescate de que fue objeto? En el periodo de 1994-2000 el cociente de capitalización pasó de 9.8% a 17.7%; la relación capital a activos totales pasó de 5.50% en 1994 a 9.56% en el 2000; la cartera vencida en relación a la cartera total pasó de 7.3% a 5.81% en un periodo de seis años. Por otro lado, las reservas en relación con cartera vencida pasó de 42.78% a 82.87% sin embargo, los activos corrientes en relación a los pasivos corrientes permanecieron casi constante, todo esto en el periodo 1994-2000.

4.3 Coeficiente de cartera vencida de la banca.

El crecimiento de la cartera vencida con respecto a la cartera total, o coeficiente de cartera vencida de la banca comercial, así como las dificultades tanto para constituir reservas preventivas como para la capitalización, hicieron necesaria la intervención del gobierno, que hizo intervenir al Fobaproa y al Procapte. El primero actuó como una ventanilla de créditos para que los bancos con problemas en su posición financiera pudieran solventar sus obligaciones financieras de corto plazo.²² El Procapte, orientado a apoyar a las instituciones con problemas temporales de capitalización (índices inferiores a 8% de sus activos en riesgo), tiene por objeto garantizar su solvencia. Así, los bancos se obligan a entregar al Fobaproa obligaciones emitidas por ellos, subordinadas y convertibles. En este proceso, y como parte de los apoyos de los programas referidos, la carga de la deuda externa privada, de la banca comercial y de los grandes consorcios industriales, es uno de los factores de la inestabilidad financiera desde 1995.

El costo fiscal de los apoyos representaba alrededor de 7.1% del PIB en 1995. A 1998 los apoyos a través del *Fobaproa* y del *Ipab*

representaron alrededor del 13.2 % del PIB. Al cierre del primer trimestre del 2001 representó 12.6 por ciento del PIB. Se avanzó en la reestructuración de las carteras y se han aumentado los niveles de capitalización. No obstante, la rentabilidad del sistema bancario cayó 22.7% durante los primeros meses de 1996 (Comisión Nacional Bancaria y de Valores, 1996). No obstante este indicador se incrementó a finales del 2000 llegando a un nivel de 9.69%.

La desregulación financiera iniciada a finales de los ochenta, la privatización de la banca, la venta de bancos rentables y la constitución de grupos financieros no permitieron mejorar la competitividad en el mercado interno, pues a finales de 1994 sus márgenes de intermediación superaron los indicadores de los bancos canadienses y estadounidenses. Si bien la industria bancaria se resquebrajó después de la crisis, desde antes registraba un crecimiento paulatino de las carteras vencidas, el cual se aceleró con la devaluación; el coeficiente de cartera vencida de la banca comercial pasó de 8.7% en diciembre de 1994 a su nivel más alto de 17.1% en noviembre de 1995. Aunque el banco central intervino para salvar la situación lo hizo sin duda a un costo económico, político y social muy alto. El proceso de alianzas estratégicas entre grupos financieros y bancos extranjeros ha sido muy lento.

En efecto, sólo en 1998 se avanzó en la adquisición accionaria mayoritaria, cerca del 70% del grupo mercantil Probusa por parte del Banco Bilbao-Vizcaya; en tanto que el Banco de Nueva Escocia adquirió 55% de la participación accionaria de Inverlat. Por su parte, el Banco Central Hispanoamericano y el Central Portugués tienen participación en Bital; Santander adquirió el Banco Mexicano, y posteriormente se fusionó con Banca Serfín; Citi Bank compró Banca

²² Al cierre de junio de 1995 los recursos del Fobaproa comprometidos con la banca comercial ascendían a 21 478 millones de nuevos pesos (1 517 millones de dólares).

Confía; en marzo del 2000 Bancomer se fusionó con el Banco Bilbao Vizcaya; Citigroup adquirió Banamex en julio del 2001 por un monto de 12, 500 millones de dólares. La última alianza fue la adquisición de Bancrecer por parte de Banorte en septiembre de 2001, que representó 165 millones de dólares. Durante el 2002 se espera la fusión de Bital y Atlántico.

Cuadro 2
Fusiones, adquisiciones y extranjerización

1990	1991	1992	1994	1998	2000	2001
Banamex	Banamex	Banamex	Banamex	Banamex	Banamex	CitiCorp-Banamex¹
Bancomer	Bancomer	Bancomer	Bancomer		BBV - Bancomer¹	
BCH	BCH - Unión	Promex				
Unión						
Multibanco Mercantil México	Probursa			BBV¹		
Probursa						
Oriente	Oriente	Oriente	Oriente			
Cremi	Cremi	Cremi	Cremi			
Bital	Bital	Bital	Bital			
Atlantico	Atlantico	Atlantico				
Inverlat	Inverlat	Inverlat	Inverlat	Nova Scotia¹	Nova Scotia	Nova Scotia
Serfin	Serfin	Serfin	Serfin	Serfin	Santander- Serfin¹	
Somex	Somex	Somex	Mexicano	Santander		
Confía	Confía	Confía	Confía	CitiBank¹	CitiBank	CitiBank
Bancen	Bancen	Banorte	Banorte			Banorte - Bancrecer
Banco Mercantil del Norte	Banco Mercantil del Norte	Banco Mercantil del Norte				
Banpaís	Banpaís	Banpaís				
Bancrecer	Bancrecer	Bancrecer				
Banoro	Banoro	Banoro	Bancrecer - Banoro	Bancrecer		

¹ Bancos extranjerizados

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

4.4. Estructura bancaria y estructura financiera en transición

A la crisis financiera mexicana, considerada como la primera crisis global del siglo XXI, se sumaron las crisis de Asia, Rusia, Brasil, Turquía y Argentina que han afectado a los organismos financieros internacionales a tal grado que se anuncia la necesidad de una “nueva arquitectura” del sistema financiero internacional. Al respecto cabe preguntar: ¿se pueden prever las crisis bancarias? ¿qué posibilidades hay de que en los países en crisis se adopte una normatividad, conforme a los lineamientos del Acuerdo de Basilea²³, para la supervisión del sistema bancario y de los bancos extranjeros que han llegado a capitalizar a los nacionales? ¿cómo se mide la eficiencia de un banco en función de sus activos y sus valores frente al mercado nacional e internacional? ¿cuál es la participación de los mercados emergentes?.

Es indudable que a partir de los cambios que produjo la privatización de la banca en 1991 se está conformando la nueva estructura bancaria mexicana para el siglo XXI. Con la crisis bancaria se han delineado dos tipos de bancos: por una parte, los de participación extranjera y los nacionales que se han ido fusionando a lo largo de sus propias crisis de capitalización, y por otra, la banca de desarrollo, que también ha presentado elevados índices de morosidad y ha tenido que ser rescatada por el gobierno federal. Así, la banca de desarrollo se ha ido acoplando a las necesidades de inserción de la política económica del país en un modelo exportador y necesitado de divisas, pero su participación en el

²³ En respuesta a las crisis bancarias de los años 70 y para lograr “una mejor coordinación de la vigilancia ejercida por las autoridades nacionales sobre el sistema bancario internacional...” en 1974 fue creado, en el marco del Banco de Pagos Internacionales, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (conocido simplemente como Comité de Basilea), integrado por funcionarios de alto nivel, especializados en supervisión de bancos, pertenecientes al Grupo de los diez, Luxemburgo y Suiza. Desde su creación dicho Comité ha ido creando normas comunes a nivel internacional para valorar el capital de los bancos. En 1997 se establecieron los Principios Básicos de Basilea, consistentes en 25 líneas directrices, que constituyen los “requerimientos mínimos” aplicables para la supervisión de los bancos en los mercados emergentes. La actuación más reciente del Comité (16 de enero de 2001) fue la publicación de varios documentos consultivos sobre las normas de capitalización bancaria (Chapoy, 2002).

mercado declina. Es muy probable que continúe tanto la fusión de bancos como su rescate.

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

Ante el proceso generalizado de racionalización del sistema, caracterizado por el ingreso y la mayor presencia de filiales de intermediarios extranjeros, las alianzas estratégicas y fusiones constituyen una opción para enfrentarse a las condiciones de la nueva competencia, así como a las necesidades de recapitalización. Ello además de la intervención gerencial de algunos bancos: Unión, Cremi, Obrero, Banpaís, Interestatal, Centro y Banorte, cuyos quebrantos ascienden aproximadamente a 14 600 millones de pesos (cerca de 2 000 millones de dólares).

La primera intervención del IPAB fue la realizada en Banca Serfín, la cual se realizó a partir de julio de 1999, donde 80% del capital de dicho Banco se licitó públicamente, ya que el 20% de las acciones eran propiedad del Hong Kong Shanghai Bank Corporation, con un costo de 29 000 millones de pesos necesarios para el saneamiento de la institución. En octubre de 1999 los accionistas de Bancrecer asumieron una pérdida por el equivalente de 900 millones de dólares y formalizaron la transferencia del control de este intermediario al IPAB, el cual aportará hasta octubre de 2002 102 mil millones de pesos para el saneamiento de Bancrecer; y se considera que de este monto sólo se recuperarán 9 mil millones de pesos, considerando la compra que hizo Banorte de Bancrecer.

El proceso de integración entre Banamex-Accival y Citigroup estará concluido a principios de 2002. Los primeros resultados de la fusión en

materia de redes, servicios y productos, se tendrán en diciembre del 2001, mientras que los primeros productos ya como grupo combinado (Banamex-Citigroup) se verán a principios del 2002. Los datos hasta octubre de 2001 indican que los siguientes aportes del IPAB se otorgarán para la fusión de Bital y Atlántico, los cuales ascienden aproximadamente a 13 o 14 mil millones de pesos.

5. La crisis asiática

La crisis financiera del sudeste asiático es la expresión de la nueva estructura productiva y financiera al inicio del milenio, que definirán dos potencias: Estados Unidos y China, dada la creciente participación de ésta en el mercado mundial. Por otra parte, las megafusiones de los bancos estadounidenses con activos de 2,692,057 millones de dólares en un mercado financiero integrado y mundial permearán las estructuras económicas y financieras de los países con recientes crisis bancarias. China enfrenta una transformación histórica, en la medida en que las reformas de mercado y la integración a la economía mundial ayudan al crecimiento de la producción y se incrementan el comercio y la inversión, factores decisivos en la economía mundial. El mercado financiero ha dejado de ser desde hace un par de décadas un mercado segmentado y nacional

Una de las particularidades de la crisis asiática es que “...contrariamente a lo sucedido en la crisis de la deuda de los años ochenta, en que las dificultades fueron casi exclusivamente macroeconómicas, en general los problemas de Asia fueron precedidos por una larga gestión exitosa.” (FMI, 1 de junio de 1998, p. 157).

La crisis económica de la región impactó los diversos ámbitos del sistema financiero y particularmente el sector bancario de estos países, donde los graves problemas de liquidez han implicado que los gobiernos y el FMI inyecten recursos de salvamento. Hasta antes de la crisis, las tasas de intercambio fijas y cuasifijas permitieron el desarrollo de Asia a costa de un dólar débil entre 1990 y 1995, logrando así un rápido crecimiento en las exportaciones y el comercio intraregional. Tailandia, Malasia e Indonesia fueron los mayores beneficiarios. A fines de 1995 el dólar empezó a fortalecerse frente al yen japonés, coincidiendo con una expansión continua de la demanda interna y crecientes presiones inflacionarias en el sudeste de Asia. Países como Indonesia, Malasia y Tailandia, cuyos tipos de cambio eran muy cercanos al dólar, comenzaron a experimentar un agudo incremento en sus tasas efectivas reales de intercambio, trayendo consigo un descenso abrupto de las exportaciones.

Países como Corea sufrieron severos golpes en su relación de intercambio, tal como una sobre-oferta que condujo a una drástica caída en el precio de los semiconductores. En Tailandia, en un marco de rápido crecimiento económico, el agudo incremento en la demanda interna incrementó las importaciones, lo que se reflejó en déficit en cuenta corriente de casi 7% del PIB en el periodo 1990-1996.

Tan enormes déficit en cuenta corriente fueron financiados con grandes flujos externos de capital atraídos por altos rendimientos, por la percepción de bajas tasas de riesgo y, en algunos casos, por la rápida liberalización financiera. El crédito interno se incrementó considerablemente.

Dinero fácil y cuentas de capital abiertas generaron un incremento en la inversión extranjera que fue atraída por altas tasas de interés internas, mientras las empresas domésticas y grupos financieros fueron impulsados a endeudarse en el mercado interno. El impacto fue muy

pronunciado en Tailandia y Malasia. Tailandia agotó sus reservas internacionales, defendiendo un tipo de cambio fijo. Si examinamos el monto de las deudas externas y los porcentajes del servicio de deuda en la región, Tailandia no fue el país más vulnerable a pesar de tener un creciente déficit en cuenta corriente (7% del PIB en 1990-1996) Ver cuadro 3g. Indonesia estaba en una situación más débil. Sin embargo, fue la forma del financiamiento externo tailandés la que dejó a ese país muy expuesto a cambios en el comportamiento del mercado.

Cuadro 3
Principales variables macroeconómicas
1995-2001
(porcentaje)

	<i>Producto Interno Bruto</i>	<i>Inversión Interna/PIB</i>	<i>Ahorro Interno/PIB</i>	<i>Inflación</i>	<i>Crecimiento del M2</i>	<i>Balance Fiscal/PIB</i>	<i>Exportaciones</i>	<i>Importaciones</i>	<i>Cuenta Corriente/PIB</i>
Corea									
1995	8.9	37.0	36.8	4.5	15.6	0.5	31.5	32.1	-1.8
1996	7.1	38.2	35.2	4.9	15.8	0.0	4.1	12.2	-4.8
1997	5.0	34.2	32.5	4.5	14.1	-1.5	6.7	-2.2	-1.7
1998	-6.7	21.2	33.9	7.5	27.0	-4.2	-4.7	-36.2	12.8
1999	10.7	26.8	33.0	33.0	0.8	-2.9	10.1	29.0	6.1
2000	7.5	28.5	30.9	3.2	24.8	-2.8	10.0	23.1	2.4
2001	6.0	27.2	27.9	3.2	21.5	-2.6	7.4	14.3	0.8
China									
1995	10.5	40.2	41.9	17.1	29.5	-1.0	24.9	15.5	0.2
1996	9.6	39.2	41.4	8.3	25.8	-0.8	17.9	19.5	0.9
1997	8.8	38.1	41.5	2.8	17.3	-1.8	21.0	2.5	3.3
1998	7.8	37.8	40.9	-0.8	15.3	-3.0	0.5	-1.5	3.1
1999	7.1	37.8	39.0	-1.4	14.7	-4.0	6.0	18.2	1.2
2000	6.5	37.8	37.4	1.8	16.0	-3.0	5.0	10.0	-0.4
2001	6.0	37.3	36.4	2.0	16.0	-3.0	5.0	8.0	-0.9
Filipinas									
1995	4.8	21.6	16.8	8.1	25.2	0.6	29.4	23.7	-4.4
1996	5.7	23.3	18.8	8.4	15.8	0.3	17.7	20.8	-4.7
1997	5.2	24.9	19.6	5.9	20.9	0.1	22.8	14.0	-5.3
1998	-0.5	20.4	22.3	9.8	7.4	-1.8	16.9	-18.8	1.7
1999	3.2	18.8	19.8	6.6	19.3	-3.6	18.8	4.1	9.1
2000	3.8	19.5	20.0	6.5	17.0	-1.8	14.0	14.0	6.3
2001	4.3	20.0	21.0	6.0	18.0	-2.0	14.0	16.0	5.6
Indonesia									
1995	8.2	31.9	30.6	9.5	27.6	0.4	18.0	26.6	-3.2
1996	8.0	30.8	30.2	7.9	29.6	0.8	5.8	8.1	-3.4
1997	4.7	31.8	29.4	6.6	23.2	0.0	12.2	4.5	-2.3
1998	-13.2	19.1	23.2	58.5	62.4	-3.7	-10.5	-30.9	4.1
1999	0.2	11.6	13.2	20.5	11.9	-2.3	-7.4	-10.8	3.5
2000	4.0	13.0	15.2	6.0	13.0	-5.0	8.1	7.5	2.2
2001	5.0	17.5	18.0	5.0	17.0	-3.1	9.0	14.0	0.5
Hong Kong									
1995	3.9	34.8	30.5	8.6	14.6	-0.3	14.8	19.1	n.d.
1996	5.0	32.3	30.7	6.0	10.9	2.2	4.0	3.0	n.d.
1997	5.0	34.6	31.1	5.8	6.6	8.3	4.0	5.1	n.d.
1998	-5.1	29.7	30.2	2.8	-1.8	11.8	-7.5	-11.6	n.d.
1999	2.9	25.4	29.8	-4.0	-0.1	8.1	-0.1	-2.7	n.d.
2000	5.0	27.3	30.7	-1.0	-0.5	12.0	9.1	10.7	n.d.
2001	5.5	34.0	32.0	3.1	1.0	15.0	10.0	11.0	n.d.
Taiwan									
1995	6.0	23.7	25.6	3.7	9.4	-7.4	20.0	21.2	2.1
1996	5.7	21.2	25.1	3.1	9.1	-7.4	3.8	-0.1	4.0
1997	6.7	24.2	26.4	0.9	8.0	-3.8	5.4	10.1	2.4
1998	4.6	24.9	26.0	1.7	8.6	-3.3	-9.5	-7.4	1.3
1999	5.7	24.4	26.0	0.2	92.0	-4.2	6.8	2.8	3.0
2000	6.3	24.2	26.8	1.9	9.3	-6.0	12.5	15.8	1.8
2001	6.2	24.5	27.2	2.0	9.0	-5.8	11.5	13.4	1.5

Tailandia								
1995	8.8	41.6	33.6	5.8	17.0	3.0	24.8	31.9
1996	5.5	41.7	33.7	5.9	12.6	0.9	-1.9	0.6
1997	-1.8	33.2	32.4	5.6	16.4	-0.9	3.8	-13.4
1998	-10.4	26.1	39.3	8.1	9.5	-3.4	-6.8	-33.8
1999	4.1	26.8	36.4	0.3	2.1	-3.0	7.4	17.7
2000	4.5	30.4	36.3	2.5	8.0	-3.0	7.0	16.5
2001	4.6	33.0	36.0	3.5	12.0	-1.6	8.0	17.0
Singapur								
1995	8.7	33.7	51.0	1.7	8.5	7.6	21.0	21.6
1996	6.9	35.3	51.2	1.4	9.8	6.8	6.4	5.4
1997	8.0	38.7	50.4	2.0	10.3	9.6	-0.2	0.7
1998	1.5	33.5	49.9	-0.3	30.2	1.6	-12.2	-23.2
1999	5.4	32.7	51.2	0.5	8.5	2.5	2.6	6.8
2000	5.9	34.2	52.0	1.5	11.6	3.0	3.5	7.9
2001	6.2	36.0	52.0	1.5	11.8	3.3	5.3	8.8
Malasia								
1995	9.5	43.5	39.5	3.4	24.0	0.9	26.6	30.4
1996	8.6	41.5	42.6	3.5	20.9	0.7	7.3	1.7
1997	7.5	42.9	37.3	2.7	18.5	2.5	1.2	1.4
1998	-7.5	26.7	39.6	5.3	2.7	-1.9	-7.5	-26.5
1999	5.4	23.7	37.7	2.8	8.3	-4.9	10.1	10.0
2000	6.0	24.1	35.4	3.3	12.0	-2.0	8.0	12.6
2001	6.1	25.0	35.0	3.5	14.5	0.5	8.0	13.0

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

Tailandia y Corea fueron los países más fuertemente afectados por la crisis del sudeste asiático. En Asia, el financiamiento externo se canalizó principalmente al sistema bancario interno. Esto contrasta con América Latina y refleja el hecho de que, a diferencia de los países latinoamericanos, los países de Asia evitaron la crisis de la deuda de la década de los ochenta.

En abril de 1998, los organismos financieros internacionales realizaron un foro económico sobre Asia para responder a las siguientes interrogantes: “¿Podría haberse evitado la crisis de Asia si se hubieran respetado los principios de Basilea?²⁴ ¿Se puede hacer algo para evitar que se produzcan situaciones similares -burbujas del precio de los activos, distorsiones macroeconómicas y fallas de infraestructura- en otras regiones? ¿Qué enseñanzas se pueden extraer de la crisis?”. Una de las conclusiones fue que independientemente del desencadenamiento de la crisis financiera había fallas estructurales porque “... el sector financiero carecía de normas de prudencia y supervisión adecuadas. Los bancos y otras instituciones financieras no cumplían los requisitos en materia de suficiencia de capital y la supervisión distaba mucho de los 25 principios básicos del Comité de Basilea.”(FMI, 18 de mayo de 1998)

²⁴ Véase nota al pie número 23.

6. De Rusia a Argentina pasando por Brasil y Turquía

6.1 Rusia

La agencia calificadora de riesgo más reconocida a nivel internacional, International Bank and Credit Análisis, señaló en 1997 que los bancos rusos presentaban dificultades desde el inicio de la transición de bancos estatales a bancos privados. El sistema bancario tenía regulaciones muy débiles, la cantidad y calidad de la información era variable y el nivel de desinformación, considerable; la legalidad fue muy difícil de determinar y los accionistas pequeños y medianos eran muy cambiantes. Existían cerca de 2000 bancos, muchos de ellos de compañías particulares o de individuos y sus regulaciones eran muy laxas comparadas con las de bancos del centro y este europeo (International Bank and Credit Analysis, 1997). Quizá uno de los problemas más graves de los bancos rusos es la relación con las empresas industriales y la exposición concentrada de sus portafolios con las mismas. Un ejemplo de ello es el banco Menatep que forma parte del grupo Rosprom, los préstamos en su mayoría han sido ofrecidos a una de las compañías más grandes que concentra todo lo relacionado con el petróleo, Yukos, a través de préstamos colaterales.

El concepto de grupos financieros industriales en el sistema bancario de Rusia presenta una estrecha relación entre los bancos más importantes con dichas industrias. El Alfa-Bank se relaciona con el Consorcio del Grupo Alfa; el banco Unixim con el grupo Interros, otro grupo es el banco Rossiyskiy Kredit y el Banco Inkom.

Uno de los graves problemas de Rusia -país que fue alcanzado por los efectos de la crisis del sudeste asiático- es la pésima adecuación de su sistema bancario a las normas regulatorias internacionales; debe señalarse que gran parte de las inversiones en su sistema bancario

proviene de bancos alemanes y de otros inversionistas europeos que vieron en la transición económica de Rusia grandes expectativas. Los sistemas de información de los propios bancos y la legislación contable rusa nunca cumplieron los estrictos requisitos de prudencia exigidos por las normas de International Accounting Standards. Muchos bancos desde antes de la crisis financiera mantenían un alto riesgo por su baja capitalización.

El problema de la crisis financiera rusa radica no sólo en la falta de previsión de cómo se dio la transición de una economía centralizada a una economía de mercado sino en la falta de regulación por parte de sus instituciones. Además, la exposición de los bancos europeos en más de 30 000 millones de dólares, de los bancos norteamericanos en 7 000 millones de dólares y la incapacidad de la economía rusa en hacer frente a sus pagos puso en entredicho la rapidez de actuación del Fondo Monetario Internacional.

La devaluación del rublo, el 17 de agosto de 1998, marcó el fin de la estabilidad rusa y la necesidad de un nuevo programa de estabilización así como la necesidad de incrementar la recaudación fiscal por parte del Estado. El descenso de los precios del petróleo en los meses previos ayudó a debilitar a la moneda, aceleró la incertidumbre, el riesgo país e incrementó la fuga de capitales en cerca de 4 000 millones de dólares sólo unas semanas previas a la declaración de la moratoria por parte de Rusia (Sidorenko, 1998). Posteriormente la economía rusa tuvo tasas de crecimiento superiores a las del periodo que precedió a la crisis, tal como sucedió en los países del sudeste asiático. (FMI, octubre de 2000)

Cuesta trabajo dar un orden a las crisis de Argentina, Brasil y Turquía, pues estos tres países durante los últimos cinco lustros han pasado por las mismas crisis que han tenido todos los países emergentes. Sin embargo, siguiendo el orden cronológico se analizará primero el caso de Brasil, enseguida el de Turquía y finalmente el de Argentina.

6.2 Brasil

La liberalización de la cuenta de capital y la insistencia en el manejo de las variables macroeconómicas como estabilizadores de la economía nacional, ha sido la tónica del cambio de políticas ortodoxas a políticas de corte heterodoxo cuya finalidad es la restricción monetaria y la necesidad de una política fiscal que recurra a financiamientos externos. Sin embargo, el impacto ha sido diferente y en Brasil este proceso, al igual que en los otros países, se ha visto acompañado de devaluación, crisis bancaria y reducción del gasto social por parte del Estado.

A lo largo de varias décadas el Fondo Monetario Internacional ha diseñado diferentes planes de estabilización para Brasil, con el objeto de controlar la hiperinflación y hacer frente al pago del servicio de la deuda externa. Como siempre, el ajuste económico ha gravitado sobre la población más pobre que constituye el 40 por ciento de la población total y a la que le corresponde sólo el 8 por ciento del ingreso nacional; en contraste, el 8 por ciento de la población de más altos ingresos recibe el 48 por ciento del ingreso nacional. Esta distorsión en la distribución del ingreso en los países latinoamericanos y del sudeste asiático es consecuencia no sólo de las devaluaciones sino también de las crisis bancarias que en buena medida derivan de la salida de capitales. Así, Brasil, que en 1997 fue considerado un promisorio mercado emergente en manos de un equipo económico seguro, se convirtió en un problema mundial más. El agotamiento de las reservas monetarias internacionales por la salida del país de 30.000 millones de dólares, fue seguido de una operación de apoyo internacional encabezada por el FMI. El manejo cuidadoso del momento ayudó a evitar cualquier obstáculo a la victoria electoral del presidente Cardoso ante su oponente Lula, de izquierda, en las elecciones de octubre. Tres semanas después el gobierno anunció un programa de reducción de

gastos y aumentos impositivos del orden de los 22.500 millones de dólares.

Llegó 1999 y los mercados observaron el lento progreso en la reducción del déficit del sector público. Los más de 40 mil millones de dólares aportados por el FMI y otros organismos, fueron insuficientes²⁵, el capital siguió saliendo del país y la crisis monetaria explotó. A fines de enero, la divisa brasileña, el real, había caído de 1,21 por dólar estadounidense a 2,05. Los enviados del FMI volvieron a Brasilia; a raíz de esto, el 8 de marzo se anunció un nuevo programa económico, mucho más severo que el anterior.

En febrero de 1999, el gobierno, para cumplir con los objetivos de restricción fiscal, redujo la cantidad destinada a las raciones de alimentos de 98 millones de reales (48 millones de dólares de 1998), a 47 millones (23 millones de dólares).

Esto afectó severamente a alrededor de ocho millones de personas pertenecientes a los estratos más pobres de los 160 millones de habitantes de Brasil, cuya subsistencia depende de que el gobierno le suministre mensualmente arroz, porotos, azúcar y aceite. Además, la subvención para el almuerzo escolar se redujo 35 por ciento.

El programa de estabilización brasileño, respaldado por las instituciones financieras internacionales fracasó; la estrategia era fijar la moneda local al dólar, lo que redujo los precios de las importaciones y ejerció una presión comercial a la baja en los bienes de producción nacional. Se requirieron ingresos importantes de capital extranjero para incrementar las reservas monetarias internacionales y poder defender el tipo de cambio, lo que obligó a elevar las tasas de interés reales al 20 y 30 por ciento. No solamente fue un modelo rígido, sino que también

"externalizó" efectivamente la política económica en un momento en que el capital había inundado los mercados mundiales.

La "confianza del inversionista" importaba más que las realidades de la economía interna, y cuando se evaporó, sobrevino la recesión en Brasil. La mayoría de los brasileños ya no confían en la gestión económica del gobierno, debido a la evolución desfavorable de varios indicadores económicos:

- a La deuda internacional de 230.000 millones de dólares es la segunda del mundo, y la mayoría es con bancos comerciales, principalmente europeos.
- b Las corrientes netas de inversión extranjera directa desde 1994 totalizan los 60.000 millones de dólares. En 1997 y 1998 la entrada de inversión de cartera ascendió a 71.000 millones de dólares y la salida de ese mismo tipo de inversión, a 68.000 millones de dólares.
- c Brasil compra 60.000 millones de dólares de bienes y servicios en el extranjero, de los cuales 18.000 millones provienen de la Unión Europea.
- d La recesión de Brasil reducirá la demanda de exportaciones de otros países latinoamericanos y la devaluación ejercerá presión en sus monedas.
- e En el horizonte se vislumbra una recesión generalizada de América Latina, con importantes consecuencias para los acreedores, exportadores e inversionistas de los países industrializados, lo cual agudiza los temores de una recesión mundial.

²⁵ El Fondo Monetario Internacional otorgó 18,100 millones de dólares, el Banco Mundial 4,500 millones de dólares, el Banco Interamericano de Desarrollo 4,500 millones de dólares, asistencia bilateral cerca de 14,500 millones de dólares y Reino Unido 1,200 millones de dólares.

- f Los intereses pagados a la banca extranjera crecieron en un 40% con relación al mismo período del 2000.
- g La salida de beneficios y dividendos creció casi el 1000% hasta alcanzar los 700 millones de dólares en el mismo lapso.
- h El ingreso de capital externo para inversión, necesario para el financiamiento del punto anterior, caerá entre 30 y 40% en 2001.

En 2001, las inversiones directas en el país serán suficientes para financiar 7.5 por ciento del déficit en transacciones corrientes. En 2002, el gobierno brasileño estima que las inversiones rondarán los 18 mil millones de dólares y el déficit llegará a 24.5 mil millones de dólares.

En septiembre de 2001, el FMI concedió un préstamo de 15 mil millones de dólares, considerado como un fondo anticrisis, dado que el gobierno brasileño necesita de una amplia reserva de dólares para evitar que la constante depreciación del real se desboque y se profundice la recesión. La situación económica argentina, unida a la crisis energética en Brasil y a la recesión en Estados Unidos, golpeó sin piedad a la moneda brasileña, que de enero a septiembre de 2001 perdió más de 33 por ciento de su valor.

6.3 Turquía

La crisis financiera en Turquía (2001) y la fuerte devaluación que sufrió su moneda se asemeja a lo ocurrido en muchas naciones que inexplicablemente vuelven a caer en los mismos errores, exponiéndose a nuevas crisis. Lo que sucedió en Turquía parecía increíble en vista de que esa nación siempre se ha asimilado a Europa (a pesar de estar en

Asia), es miembro de la Organización del Tratado del Atlántico del Norte (OTAN) y de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) y aspira a ingresar a la Unión Europea. Por todo ello algunos consideraban que su economía era sólida.

Turquía tiene una economía diversificada, basada en la producción de textiles, siderurgia, maquinaria eléctrica y equipos electrónicos; sin embargo, su escasez de recursos energéticos le ocasiona problemas económicos, pues la factura petrolera es muy alta y la triplicación de los precios del crudo a fines de los años 90 empeoró su situación. Su ingreso per cápita ronda los 3000 dólares anuales, por lo que se le considera un país tercermundista, sobretodo debido a su excesiva población, en una geografía accidentada, árida y azotada por frecuentes terremotos.

Los partidos islámicos, tienen mucha afinidad con el iraní, lo cual ha alimentado algunas facciones extremistas e incluso el terrorismo urbano. La minoría kurda en el este también añade un elemento de violencia por su actitud desafiante e intenciones secesionistas. Sin embargo, Turquía apoyó a la coalición en la guerra del Golfo, así como –por conveniencia económica- a EUA y al Reino Unido en la imposición de las zonas de exclusión aérea en Iraq, a pesar de que el gobierno iraquí también combate a la minoría kurda alojada en el norte por ser un foco constante de rebelión. Estos problemas políticos, junto con las extendidas prácticas de corrupción administrativa y la rivalidad entre facciones en altas esferas del gobierno y el parlamento, no podían sino precipitar la crisis en 2001, que es típica de los países tercermundistas que no han logrado la estabilidad política y no quieren acogerse a la disciplina fiscal que exigen los organismos multilaterales para frenar el deterioro económico y el caos financiero.

En efecto, desde 1999 Turquía estuvo tratando de adaptarse a la receta usual del FMI para tener acceso a sus créditos y así apuntalar su débil

economía, marcada por una inflación cercana al 100% anual. En diciembre de ese año Turquía recibió un préstamo de 4 mil millones de dólares del FMI con el fin de reducir la inflación; este programa permite a la lira turca depreciarse lentamente frente a una canasta de euro-dólares.

La característica peculiar del acuerdo con el FMI es un requerimiento impuesto por el FMI y consiste en que el banco central deberá controlar el nivel de sus activos domésticos netos (ADN). Por lo tanto, la única forma en que el nivel de la base monetaria puede cambiar es por medio de las transacciones extranjeras en el banco central.

Lo anterior pareciera como una caja de conversión o consejo monetario, pero no lo es pues ni siquiera tiene una ley que lo respalde. Desde 1961, Turquía ha firmado 17 acuerdos con el FMI y los ha incumplido todos. De hecho, el nuevo arreglo solo funcionó bien mientras el banco central siguió las reglas como si hubiera una caja de conversión. La inflación y las tasas de interés bajaron mucho, pero luego confrontadas con flujos externos de reservas extranjeras, el banco central decidió romper las reglas el 17 de noviembre de 2000. Para compensar la baja en el componente extranjero de la base monetaria, empezó a inyectar liquidez en el sistema. Como resultado el ADN se extendió al final de diciembre por más de 3 billones de dólares.

Los bancos derivaban la mayor parte de sus ganancias de invertir en bonos del tesoro, en vez de conceder préstamos a inversionistas locales. Incluso recurrían a créditos del exterior a intereses mucho más bajos, para invertir en bonos gubernamentales. Así se fue creando una economía artificial cuyo crecimiento dependía no de la producción real sino de la especulación financiera y del aprovechamiento de la devaluación monetaria, que explica muchas fortunas mal habidas. El gobierno, al igual que en otros países azotados por crisis financieras, tuvo que rescatar a una docena de bancos, tomando su control o

subsidiándolos, lo cual tuvo un costo altísimo para el Estado (se habla de 15 millones de dólares *diarios*).

La situación empeoró al presentarse una crisis política, por la rivalidad entre el primer ministro y el presidente. La desconfianza en la economía afectó rápidamente al mercado bursátil y a la divisa turca, obligando a una fuerte devaluación de la moneda, la cual en tres años perdió 200% de su valor frente al euro y el dólar. El ahorro, factor importante para cualquier economía sana, era casi inexistente, pues las tasas de interés ofrecidas por los bancos turcos a sus depositantes eran poco atractivas por ser inferiores a la tasa de inflación; en consecuencia, en vez de ahorrar, la gente prefería gastar su dinero antes de que perdiera más valor.

En cambio, las tasas de interés que se cobraban sobre los préstamos eran tan altas que frenaban la inversión y el crecimiento económico; de este modo, el público prefería tener depósitos en el exterior antes que en los bancos locales.

Así se fue conformando un cuadro de creciente deterioro, similar a otros casos del tercer mundo. En suma, en Turquía se repitió el fenómeno típico de tantas economías deficitarias, que dependen mucho de préstamos para seguir funcionando, alimentando así la improductividad, la ineficiencia y la corrupción.

6.4 Argentina

Tras diferentes planes de estabilización y varias renegociaciones de su deuda externa hasta culminar con el Plan Brady, en abril de 1991 Argentina establece el Plan de Convertibilidad acompañado de grandes privatizaciones de empresas públicas. El eje de la economía es la convertibilidad de su moneda, el austral, en relación con el dólar estadounidense a través del cual se fija un tipo de convertibilidad en

australes de 10 000 por dólar²⁶. Esta paridad regirá mientras rija la ley y no se la modifique (Roque, 1991). El Consejo Monetario²⁷, establecido durante la presidencia de Carlos Menem, fue considerado como una alternativa viable para que América Latina evite las frecuentes devaluaciones y la inestabilidad financiera. La economía argentina creció a buen ritmo en la primera mitad de los noventa. La revista Euromoney hizo el reconocimiento a Domingo Caballo como el mejor ministro de finanzas del año 1992. Sin embargo, la crisis financiera mexicana y posteriormente la crisis brasileña, así como la liberalización de la cuenta de capital argentina, dañó hondamente la economía y creó incertidumbre y fuga de capitales. A partir de 2001 Argentina pasó a ser un país de alto riesgo; y –ante las presiones de organismos como el FMI- se está recurriendo cada vez en mayor medida a severos programas de contracción salarial y de incrementos en los impuestos.

Los problemas actuales de Argentina comenzaron en el 2000, cuando el gobierno adoptó un plan económico preparado por el FMI. Supuestamente ese programa traería más confianza, bajaría las tasas de interés y propiciaría una expansión económica. Pero mientras el gobierno y el FMI negociaban el paquete de “ayuda”, las tasas de interés subieron en los Estados Unidos, en la zona del euro e incluso en Japón. ¿Cómo un programa de consolidación fiscal podría bajar las tasas de interés en Argentina cuando en el resto del mundo estaban subiendo? El plan había creado grandes expectativas, pero pronto Argentina enfrentó una crisis de confianza, los precios se elevaron aún

²⁶ Al cambiar del Plan Austral al Plan de Convertibilidad el nombre de la moneda cambió de austral a peso argentino. La equivalencia fue de un peso argentino por un dólar.

²⁷ Para la adopción de un consejo monetario: a) el banco central o el gobierno vincula la moneda nacional a la del socio comercial más importante, en este caso, el dólar; b) la autoridad monetaria está obligada a emitir dinero local sólo cuando adquiera divisas por igual valor. De este modo se tiene un régimen de tipo de cambio fijo, en donde la cantidad de moneda local emitida está determinada por el monto de las reservas monetarias internacionales en la divisa a la que se vincula. El Banco Central puede actuar como prestamista de última instancia en determinadas condiciones, regular los requerimientos de reserva de bancos comerciales y retener

más, y la situación empeoró. Fue evidente el fracaso del *consejo monetario*. A pesar de que la relación entre el peso argentino y el dólar se ha mantenido fija en uno a uno, ha habido especulaciones sobre una devaluación de la moneda argentina, causando que las tasas de interés en pesos argentinos sean más altas que las tasas de interés en dólares en Argentina.

El presidente argentino, de la Rúa, convocó a los argentinos a enfrentar la situación económica "... los invito a la unidad nacional para resolver definitivamente los problemas que arrastramos desde hace años y que nos tienen estancados. Pongámonos de acuerdo para que nuestra Nación no necesite depender de nada ni de nadie para poder funcionar. Hagámonos verdaderamente libres, libres como en 1816 y verán cómo volvemos a crecer y verán cómo podremos progresar y verán cómo seremos otra vez un gran país para vivir". El presidente añadió que la crisis se podía resolver sin recurrir a préstamos externos "... que no se gaste un peso más de lo que se recauda, que sólo se pague con lo que tenemos, mediante una distribución equitativa y justa de esos recursos y de las reducciones consiguientes. Es un aporte patriótico requerido al sector público, sus contratistas y proveedores, hasta que la reactivación económica, la mejora de la recaudación y la recuperación del crédito permitan recuperarlos". Para alcanzar el déficit cero. "Hay dos medidas concretas enderezadas a aumentar la eficacia de la administración tributaria y una de ellas a darle instrumentos a la gente para que nos ayude a erradicar la evasión. La primera medida es utilizar plenamente esta herramienta que es el Impuesto a las Transacciones Financieras, eliminando todas las exenciones y yendo a las tasas máximas autorizadas por la ley, pero tomando integralmente a este impuesto a cuenta de IVA y de Ganancias, de tal forma que sea una herramienta para erradicar la evasión, pero no signifique encarecimiento de costos

hasta un tercio de las reservas en dólares para pagar los pasivos en forma de bonos expedidos por el gobierno argentino.

para quienes cumplen puntualmente con el pago de los dos impuestos básicos: IVA y Ganancias. La segunda medida es la bancarización del pago de todos los salarios, de todos los sueldos, de todas las pensiones y de todas las jubilaciones. Bancarización obligatoria para que todos los salarios, todas las pensiones y todas las jubilaciones sean depositadas en cuentas en cajas de ahorro de los beneficiarios, y en particular en el caso de jubilaciones y pensiones en cajas de ahorro provisionales".²⁸

Es importante mencionar que aunque el gobierno no quisiera enfrentar una renegociación con sus acreedores ésta era una alternativa viable ante la falta de divisas para pagar el servicio de la deuda externa. Según algunas fuentes, la deuda externa del sector público arroja un total de 130 mil millones de dólares. En tanto, la deuda externa total se acerca a 200 000 millones de dólares. Argentina, que en diciembre de 2000 recibió un respaldo financiero de 40,000 millones de dólares, convino entonces con el FMI un programa de ajuste fiscal que, supuestamente, permitiría al país atender sus compromisos de deuda externa a corto plazo. Sin embargo, ocho meses después, Argentina figura junto con Turquía entre los países de menor estabilidad en los llamados "mercados emergentes". Aunque el FMI no ve en estos momentos "un peligro de contagio general" de las debilidades financieras en Argentina y Turquía se cree que "la unidad y el respaldo político interno son importantes para la aplicación exitosa de los programas". ..."Si el Gobierno aplica las medidas (fiscales), los argentinos deberían estar en condiciones de evitar el riesgo de una moratoria en el pago de sus compromisos externos..." añadió.

²⁸ Discurso de Domingo Caballo dos días después de los festejos del día de la Independencia de Argentina, julio de 2001.

Se calculó que Argentina necesitaría entre 3.500 y 5.000 millones de dólares para el pago de deudas a corto plazo con vencimientos antes de que termine 2001.

7. La quiebra del Long-Term Capital Management: Hedge Fund.

La quiebra del *Long-Term Capital Management (LTCM)*, puso en evidencia la necesidad de regular instituciones de este tipo; labor que deben emprender, entre otros, el Departamento del Tesoro de EUA, el Fed, la Comisión de Intercambio y Seguros y la Comisión de Comercio de Futuros (Wall Street Journal, marzo de 1999).

El LTCM es uno de los *hedge funds* ²⁹ más importantes; sus ganancias habían sido cuantiosas y sus inversiones estaban en contratos de derivados que excedían los mil millones de dólares: 697 millones en swaps y 471 millones en contratos de futuros. Sus operaciones se basaron en un elevado grado de apalancamiento, esto es, de endeudamiento. A principios de septiembre de 1998, el Fed estaba enterado del debilitamiento y de las dificultades económicas del LTCM,

²⁹ Son fondos privados de inversión que operan generalmente en centros financieros extraterritoriales sacando provecho de las ventajas impositivas y regulatorias. Para su administración se cobra una comisión basada en los resultados. Estas instituciones realizan transferencias que cancelan o contrarrestan el riesgo existente en una posición financiera previa. Los participantes en el mercado distinguen dos clases de fondos: los de cobertura de riesgo macroeconómicos, que asumen grandes posiciones direccionales (sin cobertura) en mercados nacionales basándose en el análisis de las condiciones macroeconómicas y financieras; y los fondos de valor relativo que apuestan a los precios relativos de efectos estrechamente vinculados (bonos, por ejemplo) y están menos expuestos a fluctuaciones macroeconómicas. Para crecer, estos fondos recurren al crédito (por lo que se dice que están “apalancados”), pues el monto de capital necesario para establecer una posición es relativamente pequeño en relación con los instrumentos que lo integran. Los fondos mundiales de cobertura de riesgos macroeconómicos utilizan diferentes estrategias de inversión: 1) Procuran identificar a los países cuyas variables macroeconómicas estén muy desfasadas con respecto a los valores sostenibles. 2) Los administradores les atraen generalmente las inversiones que entrañan un riesgo nulo de incurrir en grandes pérdidas de capital. 3) Es más probable que los fondos de cobertura asuman grandes posiciones cuando el costo del financiamiento es bajo. 4) A los administradores de los fondos de cobertura les atraen los mercados líquidos donde pueden negociar grandes volúmenes a bajo costo.

cuyas pérdidas para mediados de ese mes ascendían a 600 millones de dólares.

El Comité de Bancos de Basilea ha sido muy acertado en sus observaciones a los bancos que realizan inversiones en los *hedge funds*, ya que la especulación en el mercado de dinero provoca que las economías se colapsen. El proceso de desregulación, las inconsistencias del sistema financiero y la falta de previsión, han recibido críticas tanto de académicos como de miembros de los mismos organismos financieros. George Soros (1998) incluso habla del colapso del sistema capitalista al referirse a la crisis asiática y a la crisis de la economía rusa. Las grandes cantidades de dinero invertidas en fondos que manejan inversiones especulativas alrededor del mundo han provocado grandiosas fortunas y grandes pérdidas. A mediados de septiembre de 1992, se había invertido en un fondo la cantidad de 7 mil millones de dólares, al venderse previendo una baja de la libra, dicho fondo tuvo una ganancia de 950 millones de dólares y el Banco de Inglaterra estuvo a punto de quebrar. Posteriormente, a mediados de 1997, el baht (moneda nacional tailandesa) fue sujeto a presiones en el tipo de cambio y grandes cantidades de dinero salieron de Tailandia provocando la devaluación de su moneda. Posteriormente se ajustaron las otras monedas del sudeste asiático ocasionando la expansión de la crisis. El fondo Quantum³⁰ perdió 2 mil millones de dólares al presentarse la crisis en Rusia y desplomarse la bolsa de valores de Nueva York en septiembre de 1998.

A fines de ese mes, el presidente de la Reserva Federal de Nueva York convocó a dieciséis miembros del consorcio para endosar la suma de 3625 millones de dólares. En este préstamo *jumbo* estaban Goldman

³⁰ De acuerdo a Soros Fund Management Co., el promedio anual de la tasa de retorno para el Quantum Fund de 1969 a 1979 fue un porcentaje de 32.6 por ciento. Sin embargo, el fondo ha tenido pérdidas substanciales. El lunes negro de octubre de 1987 perdió 200 millones de dólares, con la devaluación del yen en febrero de

Sachs, Merrill Lynch, J.P. Morgan, Morgan Stanley, Dean Witter, The Travelers Group, Union Bank of Switzerland, Barclays, Bankers Trust, Chase Manhattan, Credit Suisse, First Boston, Deutsche Bank, Lehman Brothers, Paribas y Societe Generale.

Las razones por las cuales la Reserva Federal organizó un plan de salvamento para un *hedge fund* y actuó como prestamista de última instancia fue la inestabilidad de los mercados financieros y las inversiones de varios bancos en dicho fondo que ocasionarían un efecto dominó, al hacer caer a otros fondos y acentuando la inestabilidad del mercado financiero internacional. Por otra parte, se hizo evidente la necesidad de supervisar las operaciones de los bancos que no aparecen en sus balances financieros y las inversiones en *hedge funds*, que tienen consecuencias tan graves a nivel mundial.

Después del episodio del *LTCM*, las diversas autoridades financieras del mundo desarrollado e instituciones como el Banco de Pagos Internacionales y el Fondo Monetario Internacional han trabajado para identificar las debilidades de los sistemas de control del riesgo, de la supervisión bancaria, etcétera, tratando de señalar los elementos más importantes para la previsión del riesgo sistémico. Se han creado diversos grupos de análisis, se ha publicado un buen número de diagnósticos y recomendaciones y otros más están en curso. Una de las principales preocupaciones es el alto nivel de endeudamiento de diversas instituciones financieras, pero particularmente de los *hedge funds*, que son intermediarios que operan con una elevada posición de capital de préstamo y que pueden desatar crisis sistémicas, tanto por la falta de información sobre sus operaciones en los mercados, como por la rapidez con que mueven sus recursos de una posición de cartera a otra; además de que, debido a su gran dimensión, encabezan los

1994 cerca de 400 millones de dólares y dos mil millones de dólares en el crac del mercado de valores en octubre de 1997.

llamados movimientos “en manada” (*herding behavior*) del resto de los fondos.

Los títulos de deuda del sector privado doméstico de los países del grupo de los siete, incluyendo títulos de corto plazo y papel comercial, sumaron al finalizar 1998 casi 10 billones de dólares, de los cuales casi 6 billones corresponden solamente a los Estados Unidos. Durante las semanas de agosto a octubre de aquel año, en medio de la más profunda crisis financiera en años recientes, la sobretasa en la colocación de bonos, incluso de aquellos con elevada calificación, casi se duplicó. El problema radica precisamente en el doble movimiento de descenso en el valor de los activos financieros, junto con la elevación del costo del crédito, con lo que la rentabilidad de las posiciones de los *hedge funds* se desploma o incluso registra pérdidas. Solamente el descenso en las tasas de interés de la Reserva Federal estadounidense sumadas a la caída del dólar frente al yen y al marco lograron estabilizar nuevamente el costo del crédito, descendiendo las presiones sobre la liquidez. Sin embargo, el problema de la elevada exposición al riesgo de los intermediarios altamente apalancados continua siendo un elemento de fragilidad en los mercados financieros principalmente de los países desarrollados.

La rentabilidad de los mayores bancos estadounidenses tuvo una caída de casi una tercera parte durante 1998, aunque se recuperó durante 1999 (FMI, octubre de 1999). Muchos de los mayores bancos enfrentaron pérdidas derivadas de su posesión directa de títulos y su exposición en los *hedge funds*, además de la declinación de sus ganancias en el comercio de títulos. De ahí que se haya iniciado una nueva ola de fusiones, buscando mantener o elevar las ganancias de los accionistas. Sin embargo, bajo la consideración de que la economía de Estados Unidos se encuentra en una etapa muy avanzada del ciclo económico, el temor de un nuevo descenso en la posición de los bancos

ha incrementado la necesidad de acelerar la reforma financiera que se discute en el Congreso desde hace varios años, reforma que contempla levantar las restricciones entre los bancos comerciales y el resto de la industria financiera que, de aprobarse, desatará una nueva ola de fusiones.³¹ La reforma no se apoyó según consta en los diferentes informes³² de la Reserva Federal donde se analiza la participación de los *hedge funds* en el estallido de las recientes crisis financieras, por lo cual son el centro de las preocupaciones de quienes se encargan de crear las normas de supervisión y regulación que se espera formen parte de la llamada “nueva arquitectura financiera internacional”; lo que se busca fundamentalmente es que los mercados sean transparentes, de tal forma que proporcionen suficiente información sobre las operaciones que en ellos se realizan, para evitar así más crisis. Sin embargo, el fortalecimiento de la transparencia enfrenta el obstáculo principal de los propios intermediarios y sus reticencias a procesos que impliquen una mayor revelación de sus posiciones, así como el hecho de que éstas cambian de un momento a otro. A pesar de todo, los distintos informes no incluyen recomendaciones que impliquen una mayor regulación directa de los gobiernos sobre los *hedge funds*, sino en todo caso sobre la supervisión de las posiciones de financiamiento de los bancos y otros intermediarios hacia esos fondos.

En su mayoría, los *hedge funds* combinan varias monedas fuertes en sus inversiones de alto riesgo y mueven grandes cantidades de flujos de

³¹ La Reserva federal y el Departamento del Tesoro estadounidenses mantienen una diferencia sustancial en el proyecto de reforma RH10 que ha impedido que ésta sea aprobada. Para unos las actividades no bancarias de los bancos deben organizarse dentro de una compañía bancaria tenedora (BHC), para otros deben organizarse como subsidiarias de los bancos. En cualquier caso su aprobación implica el abandono de la actual legislación Glass-Steagall que desde la crisis financiera de los años treinta, mantiene una barrera entre la banca comercial y el resto de las instituciones financieras. Al respecto puede verse: Meyer, Laurence. *Lessons from Recent Global Financial Crises*. Chicago, Illinois, Federal Reserve Bank of Chicago, October 1, 1999. En línea.

³² Para citar algunos: el informe presentado por el Comité de Basilea, el del Grupo de Trabajo del Presidente de los Estados Unidos sobre mercados financieros, un informe elaborado por el banco central alemán y otro más por el banco central de Australia. Además, informes del sector privado como los de la Asociación Internacional de Derivados y Swaps, o el Grupo de Control de Riesgos de la Contraparte encabezado por Goldman Sachs, Gerard Corrigan y otros destacados financieros.

dinero especulando con los diferenciales de los tipos de cambio y según el nivel de riesgo de los países. Las pérdidas o ganancias de los fondos dependen de la habilidad de sus administradores en la toma de decisiones.

8. "La Nueva Economía", recesión inevitable

La nueva economía corresponde a la transformación que tuvieron las empresas vía la introducción de la tecnología digital en sus operaciones de financiamiento y en la transformación de las formas de trabajo. Si bien durante los ochenta las compañías modificaron sus procesos de calidad, en los noventa hicieron grandes transformaciones a través de los procesos de reingeniería; la velocidad en la toma de decisiones y en las formas de financiamiento cobra fuerza a través de la información digital. Estos cambios radican principalmente en la información digital y en la oferta de productos en un mundo competitivo. La revolución del microprocesador creó una nueva generación de empresas tecnológicas en el ramo de tecnologías para el internet. Se transformaron el comercio, las operaciones de los negocios y el conocimiento gerencial (Gates, 1999). Las empresas que nacieron con este objetivo se vieron fortalecidas a través del aumento de sus acciones hasta marzo del 2000. Desde entonces, la sobreinversión de activos en dichas empresas y la competencia del mercado incidió en una caída de los precios que propició una baja notable de las principales empresas que cotizan en el indicador tecnológico NASDAQ³³ de los Estados Unidos. Como los consumidores norteamericanos en su mayoría han optado por mantener sus ahorros en fondos que a su vez cotizan en esas empresas, vieron disminuir el valor de sus acciones y por ende sus rendimientos, lo que obviamente redujo sus ingresos y su consumo

³³ Ver nota al pie número 4.

El proceso de bursatilización en los noventa superó con creces otros periodos de la historia económica de Estados Unidos posteriores a la crisis de 1929. Quizás lo más importante es que no se había presentado un periodo de cerca de diez años de crecimiento económico continuo, tasa de inflación estable, tasa de desempleo con tendencia decreciente y un cambio significativo en la innovación tecnológica. Gran parte del cuestionamiento se originaba en el indicador de la productividad de las empresas cuyas ganancias fueron en aumento. Es precisamente el sector tecnológico y la difusión de las tecnologías en todos los sectores lo que permite sostener el crecimiento de la "nueva economía" (*new economy*). Por el otro lado, el mercado global permitía una mayor competencia y una caída en los costos de producción acompañada de precios estables del petróleo.

El mayor auge de los valores bursátiles ocurrió entre 1995-1998. Según datos de la Reserva Federal, el porcentaje de las acciones dentro del patrimonio financiero bruto de las familias pasó del 32 por ciento al 49 por ciento en el transcurso de diez años (Vilariño, 2000). Esto explica la influencia de los ingresos de los consumidores norteamericanos vía el ahorro bursátil a través de los fondos mutualistas. Principalmente fueron las empresas ligadas a internet las que tuvieron una mayor ganancia promedio en sus cotizaciones y fue justo en este sector donde se inició la caída de los títulos bursátiles cuyo impacto se extendió a todas las demás empresas industriales. La caída de los precios de las empresas tecnológicas provocó que el fantasma de la recesión recorriera Estados Unidos desde mediados de 2001.

A fines de septiembre de 2001, el FMI (septiembre de 2001) señaló que el crecimiento económico sería de 2.6 por ciento en 2001, el más bajo desde 1993. Por su parte, la UNCTAD (2001) dio a conocer que las inversiones extranjeras directas habían alcanzado 1.3 trillones de dólares en el 2000 pero que se percibía una declinación en 2001. Por

otra parte, la Reserva Federal redujo ocho veces la tasa de interés en los tres primeros trimestres del año³⁴. En ese mismo periodo se registraron 893 fusiones por 62.3 mil millones de dólares en comparación con 1,481 fusiones por un monto de 283.6 mil millones de dólares, en 2000.

La caída del índice Dow Jones al reabrirse la bolsa valores de New York tras los ataques terroristas, fue de 14 por ciento; la semana siguiente la caída fue menor: 7 por ciento (Bary, octubre de 2001). Sin embargo, las acciones que cotizan en el NASDAQ registraron mayores bajas desde marzo de 2000. Es interesante observar como Cisco Systems, una de las compañías más grandes en sistemas de cómputo, cuyo gasto había ascendido a cerca de 12 700 millones de dólares en 23 compras durante el año 2000, en el transcurso de 2001 sólo había comprado Allegro Systems Inc. y AuroraNetics Inc.

Otra compañía que ha hecho una gran adquisición es Hewlett-Packard Co., 25 mil millones de dólares por la compra de Compac Computer Corp., con lo que desplazó a la famosa compañía Apple; esta adquisición significó el 19 por ciento del mercado mundial de PC. Posteriormente, Dell Computer Corp. planearía comprar parte de las operaciones realizadas por IBM en sus computadoras con el objeto de fortalecer sus ventas mundiales.

Entre las empresas que han tenido bajas cuantiosas se encuentran National Semi Conductor, Novellus Systems, Latice Semiconductor, LSI, Double Clic, RSA Security, y las compañías japonesas Sony, Toshiba y Nec. Microsoft fue una de las empresas que tuvo un mayor crecimiento en los noventa; en los ochenta satisfacía el 49% del mercado norteamericano, porcentaje que ascendió a 62 por ciento en los

³⁴ Desde mayo 16 de 2000 la tasa de interés había sido de 6.50 por ciento, bajó a 6.00 por ciento (3 de enero de 2001), a 5.50 por ciento (31 de enero), a 5.00 por ciento (20 de marzo), a 4.50 por ciento (18 de abril), a

noventa. Sus acciones se vieron menos afectadas que otras cuando cayeron las cotizaciones de las acciones tecnológicas.

4.00 por ciento (15 de mayo), a 3.75 por ciento (27 de junio), a 3.50 (21 de agosto), a 3.00 por ciento (17 de septiembre).

9. Conclusiones

Al releer el libro *El Crac del 29* de John Kenneth Galbraith (1969) referido a una de las crisis más profundas del capitalismo, parecería que la reseña hecha por el autor corresponde a la crisis financiera que asola al mundo desde fines del siglo XX. Como se ha visto a lo largo de este trabajo, los antecedentes de esta crisis se encuentran en el proceso de desregulación y liberalización financiera de los sistemas financieros nacionales en los ochenta y en las crisis bancarias de varios países conforme se iban integrando al mercado financiero internacional. La profundidad de la crisis hacía prever desde fines de 1999 que ocurrirían fuertes pérdidas en el valor de los títulos de las empresas. Pero el pánico financiero se dio con la destrucción de las torres gemelas en Nueva York, que aceleró el proceso de incertidumbre no sólo en EUA, sino en el mercado financiero internacional. Este fenómeno se ve acompañado por la recesión económica global.

Las crisis financieras son inherentes al sistema capitalista y se presentan a lo largo de su historia con las características de cada época; sin embargo, es importante recalcar que el proceso de destrucción e innovación siempre las acompaña. Cuando el sector productivo crea nuevos bienes de consumo destruye los anteriores para dar al mercado esos nuevos productos y generar así nuevas necesidades de consumo. En el capitalismo siempre se produce para un grupo selecto del que queda marginado el grueso de la población que no tiene acceso al mercado. El Estado es el único que puede generar bienestar ampliando su gasto social para lo cual necesita de recursos.

Hoy en día se debate la integración del mercado financiero global y se hace necesario replantear un acuerdo financiero y un sistema económico con equidad y desarrollo. La globalización no puede seguir

desplazando mano de obra pues ello afecta a la demanda efectiva que reactiva el crecimiento.

Es lamentable que en estos momentos los líderes mundiales consideren que la guerra y el gasto militar son la única vía para reactivar la economía. La política monetaria ha demostrado que no reactiva la economía aún llegando a tasas cero de interés. Es importante retomar el papel que Keynes y los neokeynesianos asignan al Estado, sólo éste puede aplicar una política anticíclica.

10. Bibliografía

Allen, E. Roy. *Financial Crises and Recession in the Global Economy*. Cambridge, Edward Elgar, Great Britain at the University Press, 1994.

Banco de México. Informe anual 1995. México.

_____. Informe anual 1998. México.

Banco Mundial. *Global Development Finance*, Washington, mayo, 2000.

Bary, Andrew "Searching for good value, with stocks down, a lot of blue chips are trading at attractive prices" *Revista Electrónica Barron's Cover*, octubre 1 de 2001.

Binswanger, Mathias. *Stock Markets, Speculative Bubbles and economic Growth, New dimensions in the Co-evolution of Real and Financial Markets*, MA, USA, Edward Elgar-Cheltenham, UK. Northampton, , 1999.

Brana, Sophie et Cazals, Michel. *La Monnaie*. Paris, Les Topos, Dunod, 1997.

Correa, Eugenia. (1998) *Crisis y Desregulación Financiera Internacional*. México, Siglo XXI

Chesnais, Francois. *La mondialisation Financiere: Genese, cout et enjeux*, Paris, Syros, 1996.

Comisión Nacional Bancaria y de Valores. (1996). *Boletín estadístico de Banca Múltiple*. México.

Culpeper, Roy. "La reanudación de las corrientes privadas de capital hacia América Latina: el papel de los inversionistas norteamericanos", en French-Davis, Ricardo y Stephany Griffith-Jones, *Las nuevas corrientes financieras hacia América Latina: fuentes: efectos y políticas*, México, Fondo de Cultura Económica, 1997

Chapoy Bonifaz, Alma (1998). *Hacia un nuevo sistema monetario internacional*. Instituto de Investigaciones Económicas (UNAM)-Miguel Angel Porrúa. México.

_____ (2001). *El sistema monetario internacional*. Instituto de Investigaciones Económicas-Miguel Angel Porrúa. Colección Textos breves de Economía.México.

_____ (2002). “El sistema financiero internacional” en Girón Alicia y Eugenia Correa. *Libro de texto sobre finanzas internacionales* (en preparación).

Díaz, Alejandro Carlos. (1995) “Adiós represión financiera ¡qué tal, crac financiero!”, en Mansell, Catherine. *Liberalización e innovación financiera en los países desarrollados y América Latina*. Selección de Textos. Banco Interamericano de Desarrollo, y Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, México.

Dow Jones Newswires (4 de marzo de 1999). *Economic Policy Makers Consider Direct Regulation of Hedge Funds*. The Wall Street Journal. EUA.

Eatwell, John and Taylor, Lance. *Global Finance at Risk: The Case for International Regulation*. New York, The New Press, 1999.

Fondo Monetario Internacional. *International Capital Markets*, Washington, agosto del 2001, 233 p.

_____ (octubre de 2000). *Perspectivas de la Economía: las economías en transición*. Washington.

_____ (octubre de 1999). *International Capital Markets*. Washington

_____ (septiembre de 1992). *International Capital Markets*. Washington.

_____ (16 de noviembre de 1992). “Informe del FMI examina la reestructuración de los mercados internacionales de capital”. *Boletín*. Washington.

_____ (27 de febrero de 1995). *Boletín*. Washington.

_____ (mayo de 1998). *World Economic Outlook, A Survey by the Staff of the IMF*, Washington.

_____ (18 de mayo de 1998). “Foro Económico sobre Asia”. *Boletín*. Washington.

_____ (1 de junio de 1998). “Medidas excepcionales de apoyo al programa de México”. *Boletín*. Washington.

Galbraith, Kenneth John. *El Crac del 29*. La Habana, Cuba, Editorial de Ciencias Sociales. 1969.

Gates, William. (1999). *Business & the Speed of Thought, using a digital nervous system*. Time Warner Company. Estados Unidos.

Gavin, Michael y Ricardo Hausmann (1997). “Las raíces de las crisis bancarias” en Hausmann, Ricardo y Liliana Rojas-Suárez (compiladores). *Las crisis bancarias en América Latina*. Banco Interamericano de Desarrollo-Fondo de Cultura Económica. México.

Girón, Alicia. *Colapso y quiebras bancarias emergencia internacional*, en Momento Económico No. 87, Instituto de Investigaciones Económicas UNAM, septiembre-octubre de 1996, p. 5-12.

Girón, Alicia. (diciembre de 1994). “La banca comercial de México frente al TLC”, *Comercio Exterior*. México, vol. 44, núm. 12.

_____. (1994). “Calidad de activos de la banca comercial del bloque de América del Norte” en Gutiérrez, Antonio y Celso Garrido, *Transiciones financieras y TLC. Canadá, México y EUA*. México, Ariel-Economía., pp. 195-212.

_____. *Crisis Bancarias, Crisis Financieras y Crisis Económicas* en Momento Económico, octubre-diciembre de 1998.

Girón, Alicia. *Global financial markets: Financial deregulation and crises*, junto con Eugenia Correa, en International Social Science Journal. Inglaterra, Blackwell Publishers / UNESCO, vol. 160, junio de 1999.

Girón, Alicia. *Inestabilidad financiera y fondos mutualistas y de cobertura* en Revista de Comercio Exterior Vol. 50, Número 6, junio del 2000, p. 469-474

Girón, Alicia. *Inestabilidad y fragilidad financiera del peso mexicano* en Revista Problemas del Desarrollo, Número 124, Vol 32, México, Enero-Marzo, 2001, p. 33-54 .

Girón, Alicia. *Mutuaciones Financieras y Crisis Bancarias* en el Sudeste Asiático en Revista de Comercio Exterior Vol. 49, Número 1, enero de 1999, p. 33-44

Girón, Alicia y Eugenia Correa (1998). *Crisis Financiera: Mercados sin Fronteras*. México, El Caballito.

Gravereau, Jacques & Trauman, Jacques. *Crises Financieras*, Francia, Ed. Económica, 2001.

Haggard, Stephan. *The Political Economy of the Asian Financial Crisis*. Washington, D.C., Institute for International Economics, august 2000.

International Bank and Credit Analysis (1997). Información proporcionada en el Seminario Anual del IBCA. Nueva York.

Itzhak, Swary y Topf Barry. *La desregulación financiera global. La banca comercial en la encrucijada*. Fondo de Cultura Económica, México.

Jordan, John, Joe Peek y Eric Rosengren. (1 de febrero de 1999). "The Impact of Greater Bank Disclosure Amidst a Banking Crisis". *Working Paper Series*, Federal Reserve Bank of Boston, núm. 99.

Kindleberger, Charles, P. Manias, *Panics and Crashes-a history of financial crisis*. España, Ariel, 1989.

Lewis K. Mervyn. *Financial Intermediaries*. USA, Edward Elgar Publishing Company, 1994.

Mántey, Guadalupe y Levy, Noemi. *De la Desregulación Financiera a la Crisis Cambiaria: Experiencias en América Latina y el Sudeste Asiático*, UNAM, México 2000

Mántey, Guadalupe. *Crisis en el sudeste asiático: las causas del mal, el tratamiento del FMI, y la sabiduría de la medicina oriental* en Problemas del Desarrollo, Vol. 30, No. 119, octubre-diciembre 1999.

Marino López, Roberto (1996). "La autoridad monetaria frente a las crisis financieras: la experiencia reciente del Banco de México". *Monetaria*, enero-marzo.

Meyer, Laurence. *Lessons from Recent Global Financial Crises*. Chicago, Illinois, Federal Reserve Bank of Chicago, October 1, 1999. En línea.

Mundell, Robert. *Monetary problems of the international economy*. Estados Unidos, Chicago University, 1969.

Naranjo, G. Mauricio, (1995). "Riesgo sistémico y regulación del sistema financiero". Serie *Documentos de Investigación* núm. 9509. Banco de México. México.

Nieto de Alba, Ubaldo. *Historia del tiempo en economía: Predicción, caos y complejidad*. España, McGraw Hill, 1998.

Noble W. Gregory and Ravenhill John. *The Asian Financial Crisis and the Architecture of Global Finance*, Cambridge University Press, 2000.

ONU. (2001). *World Investment Report 2001. Promoting Linkages*. United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). Nueva York y Génova.

Rodríguez de Castro (1995), *Productos financieros derivados*, Limusa, Bolsa Mexicana de Valores y la Ciencia de la Dirección.

Rojas-Suárez, Liliana y Steven R. Weidsbrod (1997). "Las crisis bancarias en América Latina: experiencias y temas", en Hausmann, Ricardo y Liliana Rojas- Suárez, *Las crisis bancarias en América Latina*. Banco Interamericano de Desarrollo-Fondo de Cultura Económica. México.

Roque Vitolo, Daniel (1991). *Ley de Convertibilidad 23.928 y sus efectos sobre las relaciones jurídicas*. Buenos Aires.

Scannavino, Aimé. *Les Marchés Financiers Internationaux*. Paris, Les Topos, Dunod, 1999.

Schaberg, Marc. *Globalization and The Erosion of National Financial Systems: Is Declining Autonomy Inevitable?*. MA, USA, Edward Elgar, UK . Northampton.

Secretaría de Hacienda y Crédito Público (febrero de 1995). "Fondo de contingencia, fuentes y aplicaciones" en *Informe sobre la situación económica, las finanzas públicas y la deuda pública. Acciones y resultados del cuarto trimestre de 1994*. México.

Sidorenko, Tatiana (septiembre-diciembre, 1998). "La crisis financiera en Rusia: causas y perspectivas de solución". *Momento Económico 99/100*, Instituto de Investigaciones Económicas. México.

Soros, George (1998). *The Crisis of Global Capitalism: open society endangered*. Public Affairs, New York.

The Economist. "2001 things to do in a recession" August 25th-31st 2001

Toporowski Jan. *Critical Theories of Finance in the Twentieth Century*. Apuntes mimeografiados, 2001.

Toporowski, Jan. *The Economics of Financial Markets and The 1987 Crash*. Cambridge, Edward Elgar, University Press, 1993.

Toporowski, Jan. *The End of Finance: the theory of capital market inflation, financial derivatives and pension fund capitalism*. New York, Routledge, 2000.

UNCTAD. (2001). *World Investment Report 2001. Promoting Linkages*. ONU. Nueva York y Génova.

Vilariño Sanz, Angel. *Turbulencias Financieras y riesgos de Mercado*. España, Financial Times-Prentice Hall, 2000.

Cuarta de forros del Breviario Crisis Financieras (Alicia Girón González)

Alicia Girón es economista y doctorada en Estudios Latinoamericanos (UNAM). Obtuvo en dos ocasiones la medalla Gabino Barreda por ser la mejor alumna de su generación en la UNAM. En 1990 recibió el Premio Universidad Nacional para Jóvenes Académicos; pertenece al Sistema Nacional de Investigadores y es autora entre otros libros de *Cincuenta Años de la Deuda Externa* y *Fin de Siglo y Deuda Externa; Historia sin Fin*. Tiene además colaboraciones en libros colectivos y en revistas especializadas del país y del extranjero. Es miembro de importantes organizaciones nacionales e internacionales; actualmente es directora del Instituto de Investigaciones Económicas de la UNAM.