GLOBALIZACIÓN FINANCIERA Y SOBERANÍA ECONÓMICA

Emilio Ontiveros

Analistas Financieros Internacionales y Universidad Autónoma de Madrid

XII Simposio de Moneda y Crédito

Madrid 2 y 3 de noviembre 1999

INDICE

	Pág.
Introducción	3-4-5
1.- Soberanía y eficiencia	6
La confrontación entre innovación y regulación	6-10
Liberalización de los movimientos de capital y desregulación de los mercados nacionales	11-15
Crecimiento e integración de los mercados	16-20
Innovación e inestabilidad financiera	21-23
2.- Una época de crisis financieras	24-27
Crisis asiática: una nueva generación	27-30
Demasiados denominadores comunes	30-42
3.- Gobernabilidad global	42-44
Anexos	i-vi
Bibliografía	I-VI

Introducción

La creciente subordinación de la autonomía de las políticas económicas nacionales al desarrollo e integración internacional de los mercados financieros es un rasgo que sintetiza algunas de las transformaciones que han tenido lugar en la economía mundial durante la última década. En la medida en que la satisfacción de las exigencias de aquellos se ha mostrado compatible con la de los objetivos de estabilidad y saneamiento de las finanzas públicas de las economías, asumidas por numerosos gobiernos como precondición para garantizar mayores grados de bienestar, su escrutinio y veredictos han cobrado un progresivo predicamento, en ocasiones más vinculante para los gobiernos que el de cualquier instancia internacional o el de los propios parlamentos. La liberalización de la cuenta de capital de la balanza de pagos, la creciente desregulación de los sistemas financieros, la concesión de independencia a los bancos centrales o la renuncia al manejo del tipo de cambio han formado parte de ese catálogo de cesiones formales de soberanía económica de muchos países en aras de la definitiva homologación con los más prósperos.

Las compensaciones a esas renuncias han sido evidentes, particularmente en aquellos países necesitados de financiación exterior, posibilitando la inserción de los mismos en un proceso de creciente integración financiera internacional: facilitando su acceso a esa suerte de subasta global del ahorro mundial que se lleva a cabo en el sistema financiero internacional. La canalización de crecientes flujos de capital, bajo todas sus modalidades y en condiciones de precio relativamente favorables, hacia las economías menos desarrolladas durante los primeros siete años de esta década constituiría la mejor ilustración de las ventajas asociadas a esa homologación con la ortodoxia macroeconómica, pero su evaluación neta se presenta seriamente condicionada por los efectos de las crisis financieras excesivamente frecuentes que esos mismos países han sufrido en la última década.

La emergencia de la crisis financiera asiática ha puesto de manifiesto, en mayor medida que lo hicieran algunas anteriores, que esa inserción internacional no está exenta de amenazas: que la preservación de correctas orientaciones macroeconómicas no es condición suficiente para navegar en esa plataforma financiera global que, a la sazón, ha

revelado fallos en su funcionamiento que la alejan de los estándares de eficiencia y seguridad deseables. Ese carácter arbitral que se atribuye a los mercados financieros no guarda una estrecha relación con la distancia a la perfección o infalibilidad que caracteriza su funcionamiento. La consistencia lógica de sus veredictos no solo no está garantizada, sino que en su comportamiento subyacen elementos generadores de inestabilidad no previsible; sus reacciones son en ocasiones tan difíciles de anticipar como exageradas y, casi siempre, de rápida transmisión internacional, independientemente de las causas más o menos específicas que las motivaran.

Una sensación de vulnerabilidad la asociada a esa creciente envergadura e integración internacional de los mercados, a la naturaleza heterogénea de los riesgos que la acompañan, que no se corresponde con la disposición de mecanismos defensivos suficientes y de la misma cobertura internacional. En la evidencia de esa asimetría, entre la magnitud potencial de los riesgos y la ausencia de posibilidades efectivas de neutralización, radica también buena parte de esa capacidad intimidatoria de que disponen los mercados financieros: esa peculiar caracterización antropomórfica de la que hacen uso los analistas e incluso las autoridades económicas cuando se refieren al "sentimiento de los mercados", no muy distante en la proyección de su temor de las que infundían algunos dioses en remotas civilizaciones.

En las paginas que siguen se trata de identificar los factores que han impulsado esa dinámica de globalización y supremacía financiera, al tiempo que contribuir a la discusión sobre el grado de erosión efectiva que ha ejercido sobre la soberanía en la formulación de las políticas económicas y las actuaciones que, sobre una base supranacional pueden arbitrarse para que las evidentes oportunidades que depara la movilidad internacional de los capitales sean superiores a las amenazas. Se trata, en definitiva, de identificar las no pocas asimetrías en la estructura y en el funcionamiento del sistema financiero internacional que esas transformaciones han ido desvelando, y que nos llevan a concluir en la necesidad de restauración de un esquema de gobernabilidad global que sin menoscabar las indudables ventajas del proceso de globalización financiera procure al mismo tiempo minimizar sus evidentes riesgos.

El texto que sigue, largamente gestado en el seno de mi actividad como profesor de finanzas internacionales en la Universidad Autónoma de Madrid y miembro de Analistas Financieros Internacionales, se ha beneficiado de las críticas y comentarios de numerosos colegas[1]. Los más recientes, derivados del propio Simposio de Moneda y Crédito fueron dos muy agudos de Simón Sosvilla, comentarista de la sesión en que fue expuesto, y de los un anónimo evaluador que además aportó direcciones útiles para profundizar en las argumentaciones relativas a las limitaciones que escribieron en la ultima crisis financiera los sistemas de control y gestión de riesgos de los acreedores. A todo ellos mi más sincero agradecimiento.

[1] Una versión preliminar de este trabajo, con una estructura distinta, fue presentada como ponencia en el

1. Soberanía por eficiencia

La confrontación entre innovación y regulación

Aún cuando los impulsos iniciales al proceso de integración financiera encontraron cierta resistencia en la confrontación entre las presiones de la innovación financiera y sus contrapesos reguladores, la cesión de estos empezó a ser evidente a medida que se hacían explícitos los riesgos a que se enfrentaban los agentes y las necesidades de financiación de los gobiernos. La emergencia de los euromercados, (el de eurodólares y luego los correspondientes a las principales monedas vehiculares) es el primer exponente de esa desigual confrontación, al tiempo que una referencia paradigmática del proceso de innovación financiera que ha presidido la escena financiera internacional en el último cuarto de siglo. El crecimiento a partir de los sesenta de esos mercados "apátridas", "paralelos" o "externos" ha estado amparado en la existencia de diferenciales reguladores con sus contrapartidas domésticas, tanto más significativos cuanto mayor ha sido el volumen transaccional de aquellos, cuestionando la virtualidad de los sistemas reguladores nacionales, forzándolos hacia una mayor laxitud.[2]

La ruptura del sistema monetario internacional nacido en Bretton Woods y las dos crisis del petróleo que la sucedieron inclinan de forma definitiva esa dinámica de confrontación del lado de la supremacía de los operadores en los mercados financieros. El abandono de la disciplina que obligaba a la vinculación de los tipos de cambio de las monedas de los países entonces miembros del Fondo Monetario Internacional puede considerarse el episodio que define el inicio de esa nueva fase en la historia de la economía y de las finanzas internacionales en la que el creciente protagonismo de los mercados financieros constituirá el elemento más característico. La quiebra del sistema de tipos de cambio que había gobernado las relaciones económicas internacionales desde el final de la Segunda Guerra Mundial, además de ceder a los mercados de divisas

---

Congreso Nacional de Economía, Alicante 1.999.

[2] Revisiones de los orígenes y del desarrollo de los mercados de eurodivisas pueden encontrarse en Ontiveros (1980)

la misión de determinación del precio de las monedas, introduce un estímulo esencial a la búsqueda de técnicas e instrumentos de gestión del renovado riesgo de cambio. La política monetaria de los principales países en torno a los que se articula el nuevo régimen monetario internacional deja de estar subordinada a ese objetivo cambiario y los bancos centrales pasan a ejercer un protagonismo también creciente, que les conducirá a la disposición de una amplia autonomía frente a los gobiernos con el fin de garantizar la satisfacción del objetivo fundamental en que a partir de entonces se centran las políticas económicas, la estabilidad de los precios, a fuer de la ortodoxa financiación de los déficit públicos.[3]

Poco después de formalizada el acta de defunción del sistema de Bretton Woods emerge la primera crisis del petróleo que pone fin a tres décadas de prosperidad. Las pretensiones por neutralizar sus dos y más adversas consecuencias sobre los países importadores - la intensa elevación de los precios y la ampliación de los déficit exteriores - conducirán las respuestas de política económica en la mayoría de los países industrializados hacia dos direcciones complementarias: la revitalización de las políticas monetarias y la creciente desregulación y liberalización de actividades económicas, incluidos procesos de privatización de empresas y de servicios públicos que irán diluyendo gradualmente ese modelo de capitalismo regulador, de economía mixta, que emergió tras la segunda guerra mundial.[4] Esas dos manifestaciones de las políticas antiinflacionistas determinaron un entorno de elevados tipos de interés, una mayor volatilidad en todo caso, y una gradual cesión a los mercados financieros de decisiones de asignación de recursos y, por supuesto, de gestión de esos nuevos o más amplios riesgos derivados de la variabilidad a la que se ven sometidos los precios de los activos financieros: tipos de cambio, tipos de interés y cotizaciones bursátiles. Esas alteraciones

[3] Una descripción de la evolución del sistema monetario internacional en el último medio siglo, con especial atención a la ruptura de los acuerdos de Bretton Woods puede encontrarse en James (1996), Eichengreen (1996) y Ontiveros (1997).

[4] Yergin y Stanislaw (1998) destacan la concesión del Premio Nobel de Economía correspondiente a 1974 a Friederich Von Hayek como la primera constatación del gran cambio intelectual que se iniciaba en la profesión; algo más que una muestra de pudor de la academia sueca en concedérselo en solitario a Gunnar Myrdal, prestigioso keynesiano y figura destacada del socialismo sueco.

significativas en las variables financieras en periodos de tiempo relativamente cortos alimentaron los estímulos a la búsqueda de nuevas técnicas e instrumentos financieros y, consecuentemente, la transformación experimentada por las finanzas y los mercados financieros. El crecimiento de los mercados de derivados y, en general, de las operaciones e instrumentos financieros considerados " fuera de balance", así como la disposición de nuevas y complejas técnicas de gestión de los también nuevos riesgos, son exponentes de esa dinámica innovadora.

Otra implicación no menos importante del primer choque energético, aunque menos genérica que las anteriores, fue la necesidad de recurrir a la financiación externa en cuantías importantes con el fin de financiar los desequilibrios resultantes en la cuenta corriente de las balanzas de pagos de los países importadores. El protagonismo del correspondiente proceso de canalización de esa liquidez internacional o reciclaje desde los países excedentarios - los pertenecientes al cartel de la OPEP, fundamentalmente - a los deficitarios es desempeñado por esos mercados financieros exentos de la regulación y supervisión propias de los sistemas financieros nacionales: los euromercados y dentro de estos fundamentalmente por su segmento en eurodólares. Como se ha comentado anteriormente, el crecimiento de esos mercados paralelos será en sí mismo el más elocuente paradigma de ese proceso casi continuo de innovación financiera en torno al que girarán las respuestas liberalizadoras en los principales países industrializados; su carácter deriva precisamente de esa inicial determinación por sortear restricciones reguladoras existentes en el sistema financiero estadounidense (penalización de los emisores extranjeros de bonos, límites a la remuneración de los depósitos bancarios, etc.) que impulsaron el desarrollo del mercado de eurodólares.

El rápido desarrollo de la electrónica y de la tecnología de la información**,** su consiguiente abaratamiento, constituye un apoyo esencial, de esa dinámica, propiciando la difusión de las innovaciones, su aplicación en diversos ámbitos de la actividad financiera y, desde luego, la creciente integración internacional de los mercados, progresivamente configuradores de una "red global" que conecta a los operadores en los mercados en todo el mundo, pendientes de cualquier señal informativa relevante que pueda alterar sus expectativas sobre la rentabilidad de sus inversiones. Sin el aumento en la capacidad y rapidez de procesamiento de la información y la facilidad para

modelizar complejas transacciones financieras a través de programas informáticos, no por complejos menos estandarizados, la difusión de las innovaciones no dispondría del alcance actual, manteniéndose como meros ensayos académicos. Tampoco sería posible la compleja valoración de esos instrumentos y la gestión de los riesgos asociados a la volatilidad de sus precios.

La creciente sofisticación de la teoría financiera a finales de los 80s y durante los 90s junto a las mejoras en la capacidad de computación, que permite grandes cantidades de datos sean analizadas rápidamente ha posibilitado también la identificación y valoración (ponerle precio) a los componentes individuales del riesgo en una amplia clase de instrumentos financieros. La confianza en esos modelos ha permitido a algunas firmas apostar a la convergencia de precios en aquellos componentes de riesgo que eran similares en varios instrumentos financieros. A pesar de ese nivel de sofisticación de sus análisis, una firma que apuesta al estrechamiento de los diferenciales de crédito o a los diferenciales de liquidez está, en efecto, desempeñando un papel de intermediación de crédito o liquidez en la economía y sufre cuando los precios de mercado del riesgo de crédito o de liquidez se eleva por alguna razón.

En realidad, la manifestación de riesgos más intensos, la más acusada volatilidad de los precios financieros, es una consecuencia de esas mayores facilidades y rapidez en la disposición de información que permite conocer en tiempo real los episodios más relevantes en la formación de los precios de un activo financiero y, por que no decirlo, transmitir también información menos relevante con efectos no menos perturbadores: responsables en cierta medida de las exageradas respuestas que en ocasiones provocan los mercados financieros o, simplemente, de reacciones en cadena escasamente fundamentadas.[5]

El acceso a redes de información y de ejecución de órdenes en tiempo real ya no es exclusivo de los grandes operadores financieros. La rápida propagación de "Internet" pone a disposición de un número creciente de usuarios posibilidades de seguimiento de

[5] Amplia fue la polémica, por ejemplo, acerca de las consecuencias de las estrategias de negociación en los mercados bursátiles conocidas como "program trading" en la generación del "crash" de 1987; para unos verdaderas responsables de la magnitud de aquella severa corrección en las cotizaciones bursátiles y de su extensión a otros mercados, y, para otros, pieza esencial en la consecución de mayores cotas de eficiencia en los procesos de formación de los precios bursátiles. Para más detalle puede consultarse Harris (1998).

los mercados financieros cada día más próximas a las de aquellos. El aumento en la oferta de contenidos informativos, las cada día mayores posibilidades de acceso a los mercados y de ejecución de órdenes en los mismos, es consecuente con ese rápido desplazamiento del ahorro de las familias hacia activos financieros, en particular con el espectacular aumento de las modalidades de inversión colectiva en todos los países industrializados.[6]

[6] Un reciente informe de Naciones Unidas sobre el desarrollo humano, estimaba en más de 140 millones los usuarios de internet en 1998 y en más de 700 millones los que lo serán en el año 2001.

Liberalización de los movimientos de capital y desregulación de los mercados nacionales.

La reducción de las regulaciones sobre los mercados financieros nacionales y la liberalización de los flujos internacionales de capital son procesos gemelos e interactivos. Por tímida que inicialmente sea la apertura de los sistemas financieros nacionales expone a sus instituciones - mercados y operadores - a las presiones competitivas que ejercen los desregulados mercados internacionales, estimulando nuevas decisiones desreguladoras. Esa secuencia ha dominado la actividad financiera de las tres últimas décadas en los países industrializados y más recientemente en un numero creciente de países en desarrollo, como manifestación sectorial de una tendencia mucho más genérica a reducir las funciones y el peso de la intervención pública en las economías.

En realidad, la eliminación de los controles sobre la cuenta de capital de la balanza de pagos es una de esas seis dimensiones del más genérico proceso de liberalización financiera, tal como lo han sistematizado Williamson y Mahar (1998). Las cinco restantes serían la abolición de los controles crediticios, la desregulación de los tipos de interés, la autorización de la libre entrada de la industria de servicios financieros, la autonomía de las entidades bancarias de las interferencias de los gobiernos en la gestión diaria y la propiedad privada de las mismas.

En los planteamientos básicos sobre los que se articuló el sistema de relaciones económicas y financieras de posguerra la completa eliminación de los controles de capital no constituyó precisamente una prioridad. Era la plena convertibilidad de las transacciones que integran la balanza por cuenta corriente la que, según el artículo VII del Convenio Constitutivo del Fondo Monetario Internacional, obligaba a sus países miembros, previendo incluso la posibilidad de introducir controles de capital cuando las circunstancias lo aconsejaran [7], en realidad, hasta bien entrada la década de los setenta, la movilidad internacional de los capitales es reducida, existiendo una amplia variedad

de controles de capital y regulaciones disuasorias de la actividad financiera con el exterior. La aceptación de esos controles descansaba, y en cierta medida lo sigue haciendo, en la convicción de su necesidad para preservar la independencia de las políticas económicas nacionales; de ahí que fuera sobre los movimientos de capital a corto plazo - los de mayor potencial desestabilizador - donde se concretaban las más severas limitaciones de un buen número de gobiernos, incluido el de los EE.UU.

No fue hasta septiembre de 1996 cuando el Comité Interino del FMI solicitó al Directorio Ejecutivo el análisis de las tendencias subyacentes en los mercados financieros internacionales y, tras ello, la posibilidad de enmendar el Convenio Constitutivo del FMI . En abril de 1997 el Comité Interino hizo formalmente esa recomendación, refrendada en las reuniones anuales del Fondo y del Banco Mundial en septiembre de aquél año en Hong Kong, para convertir la liberalización de la cuenta de capital en uno de los propósitos específicos del FMI y, de esta forma, disponer de la jurisdicción legal necesaria para supervisar la transición de los países miembros a un régimen de liberalización tal.

A pesar de que todavía algunos países mantienen restricciones sobre las transacciones de la cuenta corriente de la balanza de pagos, es una amplia mayoría la que se ha incorporado a la liberalización de ambas. La eliminación de los controles de capital era un hecho en los principales países industrializados a principios de los noventa y, lejos de percibirse una eventual revisión, era manifiesta la "competencia desreguladora" de los sistemas financieros nacionales entre los gobiernos con el fin de obtener las ventajas asociadas a la expansión de los flujos internacionales de capital y, en particular, la participación de inversores extranjeros en sus mercados domésticos. Junto a esas motivaciones, la pretensión por conseguir mayores grados de eficiencia en los sistemas financieros domésticos ha impulsado la tendencia a reducir, o eliminar directamente, algunas regulaciones significativas - límites superiores a los tipos de interés, reservas obligatorias, barreras a la entrada, interferencia de los gobiernos en decisiones de asignación de crédito - acometiendo simultáneamente procesos de privatización de entidades bancarias y compañías de seguros y la entrada de intermediarios financieros extranjeros.

---

[7] En Guitián (1995 y 1998) en Eichengreen y Mussa (1998) se analiza en detalle el proceso de

Estados Unidos eliminó en 1974 todas las restricciones a las salidas de capital introducidas durante los sesenta, y en estos años es también cuando la generalidad de los países importadores de petróleo inician su desmantelamiento empezando, claro está, por las que pesaban sobre las entradas de capitales. La totalidad de los controles de cambio quedan eliminados en Gran Bretaña en 1979 y mediada la década de los ochenta, los principales países industrializados, unos con más fervor político que otros eliminan también la retención fiscal sobre las rentas de capital de los inversores no-residentes. Frente al convencimiento de EE.UU., Reino Unido y Alemania, Francia, Italia y Japón se mostraron mucho más reticentes. Este último lo hizo a un ritmo mucho más pausado que el resto y a impulsos de las presiones que las distintas administraciones estadounidenses han ido ejerciendo[8].

En los países menos desarrollados esa tendencia liberalizadora, la pretensión por eliminar la "represión financiera", (un concepto acuñado específicamente para esos países que integra toda una diversidad de prácticas, controles administrativos o regímenes fiscales que impiden el desarrollo de un sistema financiero eficiente) arraigó más tarde, aunque su ritmo no ha sido menos intenso[9]. En la clasificación según el grado de "represión financiera" que se hace en el trabajo antes citado de Willianson y Mahar (1998) la poblada máxima categoría a mediados de los setenta se encontraba vacía en 1996, mientras que las expresiones de nueva represión habían registrado aumentos considerables. Como parte de amplios programas de estabilización y apertura económica, numerosos países menos desarrollados asumieron o se vieron obligados a llevar a cabo decisiones de liberalización y desregulación de sus sistemas financieros, tras los cuales sus entidades financieras entraban en nuevas áreas de negocio, con la consiguiente exposición a nuevos riesgos, de crédito y de precio.

Si las presiones de la innovación son relevantes en la determinación del subsiguiente proceso de liberalización y desregulación de las transacciones financieras, las

---

liberalización de las transacciones de capital y el papel del FMI en el mismo.

8 Un detalle de los avatares de ese proceso pueden encontrarse en Sakakibara y Kondoch (1984), en Frankel (1984) o en Marston (1995)

9 El término "represión financiera" se atribuye a MacKinnon (1973) y Shaw (1973) y estaba referido inicialmente a las políticas gubernamentales que obligan a la financiación de los desequilibrios fiscales situadas al margen del mercado o subsidian mediante asignación administrativa del crédito a determinados sectores.

necesidades de financiación no son menos importantes. Como se ha comentado anteriormente, la necesidad de compensar la insuficiencia de ahorro interno obliga en efecto, a hacer de la necesidad virtud, de forma equivalente al papel que el deterioro de las finanzas públicas de los países industrializados acaba desempeñando en el desarrollo y homogeneización de los mercados financieros domésticos.

El recurso al ahorro externo, la definición de atractivos que lo hagan posible, ha sido un objetivo tanto más explícito cuanto mayores eran las dificultades financieras de las administraciones públicas de los países; la modernización de los sistemas financieros domésticos o/y la definición de los atributos necesarios en términos de calidad crediticia o "rating" para acceder a los mercados exteriores de bonos, son consecuencia de esa intensa competencia por la atracción de financiación externa. La homologación de los sistemas financieros domésticos con los más avanzados obliga a los gobiernos a tomar en consideración las preferencias de esa comunidad mundial de inversores: a mejorar la calidad crediticia y a utilizar las mismas herramientas de promoción que los demandantes privados de capital, garantizando una infraestructura eficiente, la suficiente diversidad de instrumentos en que materializar su endeudamiento, y un mercado secundario suficientemente líquido y transparente. La relación con los inversores, la explicación de sus políticas de financiación, la clarificación de los procedimientos de emisión, la versatilidad de los vencimientos de los instrumentos de deuda y en no pocos casos la definición de incentivos fiscales, son algunos de los aspectos que han forzado esa adaptación creciente de los gobiernos a las exigencias de los agentes más activos en los mercados financieros. Es en ese contexto en el que puede subrayarse la paradoja de que hayan sido los propios gobernantes, algunos de los que hoy reniegan del desarrollo de los mercados financieros, los que a través de sus departamentos del Tesoro se han constituido en relevantes agentes propiciadores de esos cambios.

Ahora bien, la dirección de causalidad también ha operado en la otra dirección: la existencia de mercados financieros amplios ha constituido un significativo estímulo al endeudamiento público. Uno de los efectos de la amplitud y de la globalización de los mercados de capitales ha sido precisamente el de permitir a los gobiernos incurrir en déficit de magnitud sin precedentes en tiempos de paz, poniéndose menos de manifiesto

ese efecto de expulsión del sector privado o ”crowding out”. Es, por tanto, altamente probable que en ausencia de las transformaciones experimentadas por los mercados y, desde luego, de su creciente globalización, la financiación de esos abultados déficit públicos habrían limitado el crecimiento de la inversión del sector privado.

En Europa, esa dinámica liberalizadora ha dispuesto de una determinación específica en el proyecto de construcción de un espacio financiero integrado, en el seno del cual se insertó la Unión Económica y Monetaria (UEM). El 1 de enero de 1995 entró en vigor la Directiva sobre Servicios de Inversión (ISD), que permite a las firmas de inversión operar en cualquier estado miembro de la Unión Europea, siempre que estén reguladas en alguno de ellos. La ISD también incorpora como característica destacable, la posibilidad de que los mercados de acciones y derivados puedan comercializar sus productos y servicios en cualquier estado de la UE. Ya existen indicios suficientes de que la UEM se traducirá en un aumento del grado de integración financiera intraregional y también en el de la competencia entre las entidades financieras.

De la irreversibilidad de esa tendencia a la liberalización financiera también podemos hacernos a la idea a través de los criterios imperantes en la Organización Mundial de Comercio (OMC). En diciembre de 1997, en plena crisis asiática, concluyó en Ginebra el tercer ciclo de negociaciones para la liberalización de los servicios financieros que además de garantizar el acceso de entidades extranjeras a los mercados bancarios, de valores y de seguros sobre una base no discriminatoria, cubrirá una proporción del comercio mundial por este concepto del orden del 95%. Los acuerdos garantizan el acceso de entidades extranjeras a los mercados bancarios, de valores y de seguros sobre una base no discriminatoria. Aunque para muchos del centenar largo de países que lo han suscrito el acuerdo no hace sino formalizar la apertura ya existente, su extensión a otros países asiáticos y latinoamericanos y, lo más relevante, el explícito compromiso de Corea del Sur y de Japón de mejorar las condiciones de acceso a sus mercados de seguros y valores, ha constituido una señal importante, en ese proceso de liberalización financiera que constituye el más firme pilar de la correspondiente globalización, pero también uno de los factores determinantes de la amplificación de los episodios de inestabilidad financiera.

Crecimiento e integración de los mercados

Esa transformación del entorno, su mayor apertura, menor regulación y mayor proclividad a la difusión de las innovaciones financieras está teniendo consecuencias importantes sobre la configuración de los sistemas financieros domésticos: sobre la función de las entidades financieras y su relación con los correspondientes mercados. El crecimiento de estos ha estado estrechamente asociado a modificaciones significativas en su estructura institucional, en los instrumentos objeto de transacción y, con ellas, en la importancia relativa de sus funciones económicas. El desplazamiento gradual de las entidades bancarias tradicionales - la pérdida de peso específico de la intermediación financiera tradicional -, su transformación en empresas financieras de nuevo cuño adoptando nuevas líneas de negocio y nuevos riesgos y el creciente protagonismo de nuevos agentes genéricamente denominados "inversores institucionales" (fondos de inversión, de pensiones y compañías de seguros, fundamentalmente), es un rasgo común a los países avanzados, pudiéndose establecer una relación directa entre el grado de desarrollo de los sistemas financieros y la diversificación de agentes presentes en los mismos: la difuminación de esa línea divisoria que hasta no hace mucho marcaba una clara segmentación entre empresas financieras bancarias y las no bancarias.

Esas alteraciones en la estructura de los sistemas financieros domésticos de los principales países industrializados en la dirección de una menor "bancarización" ya habían sido ampliamente anticipadas en los mercados financieros internacionales, en gran medida como consecuencia de la crisis de la deuda externa de comienzos de los ochenta y del creciente protagonismo de los inversores institucionales en la canalización de flujos de capital transfronterizos.

Su relevancia para comprender los rasgos diferenciales, también la severidad y su fácil propagación, de las nuevas crisis financieras, no puede pasarse por alto. La rentabilidad decreciente de la actividad bancaria tradicional está determinando esa acelerada metamorfosis funcional hacia actividades orientadas más directamente a los mercados, de mayor riesgo y más difícil control y supervisión, cuyo potencial desestabilizador ya no se limita a los sistemas financieros domésticos donde esas instituciones están

domiciliadas[10]. En esa orientación, el entorno regulador menos exigente con las necesidades de capital en las operaciones fuera de balance, ha podido actuar como un incentivo a la adopción de posiciones más apalancadas a través de instrumentos derivados, principalmente OTC.

Liberados de gran parte de las restricciones a su libre movilidad, y en ese contexto propiciador de la generación de nuevos instrumentos y técnicas de financiación e inversión, la expansión de los flujos de capital y del correspondiente volumen transaccional de los mercados hace tiempo que supera ampliamente el crecimiento de las transacciones reales, cobrando una creciente autonomía de estas. Los instrumentos financieros han ido ganando en homogeneidad de sus principales propiedades, independientemente de la moneda de denominación, haciéndose, por tanto, sustitutos menos imperfectos para una comunidad financiera crecientemente sofisticada. En la explicación del crecimiento de los flujos financieros cobra una mayor importancia la estructura de rendimientos de los distintos activos financieros, la posibilidad de sacar partido de sus diferencias, que la dirección y cuantía de los intercambios reales.

En un contexto de manifiesto dominio de las opciones de liberalización y apertura de las economías, la coincidencia durante las dos últimas décadas del progresivo desmantelamiento de las restricciones a la movilidad internacional de los capitales con una no menos explícita desregulación de los sistemas financieros domésticos constituyen los fundamentos del proceso de integración financiera internacional, inserto en ese más amplio de integración económica, de redefinición del espacio económico y de globalización, que hoy preside la economía mundial[11]. Se trata de un proceso todavía abierto, conviene subrayarlo, en la medida en que con independencia de los rápidos incrementos en la dimensión de los flujos de capital, los stocks de activos transfronterizos todavía constituyen una pequeña fracción de los activos y pasivos

---

[10] Con datos del FMI (1999), en los mayores 50 bancos del mundo el ratio de otros ingresos operativos (los no procedentes de intereses) sobre los ingresos de intereses ha pasado del 50% en 1991 al 85% en 1997.

[11] Como ha señalado Jan Lemmen (1998), no existe en la literatura económica una definición precisa, suficientemente exenta de ambigüedad, de "integración financiera internacional". La diferenciación entre la integración como un estado (ausencia de barreras de cualquier tipo que impidan a los inversores desplazar sus carteras de forma instantánea) o como un proceso (el gradual desmantelamiento de controles de capital y otras barreras institucionales) del que es posible en cualquier momento evaluar el grado de integración. Es esta última acepción la que efectivamente resulta a efectos prácticos más útil que la que admite los dos estados o situaciones extremas.

financieros totales; los inversores siguen teniendo una marcada preferencia doméstica, incluso en el seno de la Unión Europea (UE), que sitúa las inversiones en los mercados exteriores en proporciones que en promedio no superan la quinta parte de sus activos financieros totales.[12]

A pesar de esa distancia a la "integración financiera perfecta" (a la inexistencia de cualquier tipo de barreras que impida a los inversores modificaciones en sus carteras de forma instantánea) la movilidad y sustitutibilidad de activos, agentes y plazas financieras financieros es creciente y también lo es la base geográfica en la que tiene lugar. En el contraste hoy tan frecuente entre el actual grado de integración económica y financiera y el vigente durante el periodo de vigencia del patrón oro, la magnitud y composición de los flujos de capital y, la más relevante, el número de actores presentes en mismo constituyen destacadas diferencias que refuerzan el alcance y complejidad del actual proceso, en particular desde finales de los años ochenta.[13] Es a partir de la superación de la crisis de la deuda externa cuando bajo esa nueva denominación de "mercados emergentes" muchas economías en desarrollo renuevan su capacidad para atraer capital privado exterior en todas sus modalidades en cuantías significativas, tal como se ilustra en el *gráfico 1*. En la definición de ese atractivo para los capitales externos jugó un papel fundamental la aplicación de programas de reforma en muchas de esas economías, parte importante de los cuales fueron amplias operaciones de privatización de empresas y servicios públicos, determinantes del acceso a las posibilidades de financiación global. Adicionalmente, en la definición de ese atractivo para los capitales externos, la continua reducción de los tipos de interés en los países industrializados también jugó un papel importante en esa búsqueda de mayores remuneraciones aún cuando comportaran la asunción de mayor riesgo. De esta forma,

[12] La entrada en vigor en 1999 de la fase final de la Unión Económica y Monetaria de Europa (UEM), la disposición de una moneda y una política monetaria únicas para once de los países miembros de la UE, ha supuesto un importante factor de aceleración de esa dinámica de integración financiera global. La rápida convergencia en las variables financieras ha estado acompañada de transformaciones estructurales en los principales mercados financieros en la dirección de su completa unificación o de la formación de alianzas, como es el caso de los mercados de acciones, que derivarán en un significativo aumento del grado de integración financiera en el conjunto de la zona. A ello contribuirán indudablemente las operaciones de concentración empresarial que sobre una base europea están teniendo lugar y las que continuarán de forma particularmente intensa en la industria de servicios financieros. Una de las más actualizadas revisiones de esa dinámica de integración financiera en el seno del área euro aparece en el anexo 1 de FMI (1999)

la superior productividad marginal del capital en las economías emergentes en relación a las industrializadas, consecuente con la menor intensidad de capital de aquellas, encontraba la complicidad de la manifiesta relajación de las políticas monetarias de estos últimos.

Las facilidades en la tecnología de la comunicación, permitiendo la rápida transmisión de información relevante para las decisiones de inversión y la difusión de innovaciones financieras, propician esa concepción dinámica del sistema financiero internacional como una red de extensión verdaderamente universal: un mercado global en el que el ahorro mundial será objeto de subasta sobre la base de la disposición de una amplia gama de activos que incorporarán la misma tasa de rentabilidad ajustada por riesgo. Una plataforma que añade a su progresivo grado de integración una densidad igualmente creciente de flujos de capital, superior en su ritmo de expansión a las de las corrientes comerciales y, desde luego, al del ritmo de crecimiento de la producción mundial.

Sobre esas bases, no debe ser difícil entender las amplias posibilidades de asignación eficiente del capital mundial que de forma regular ofrece esa elevada integración internacional de los mercados, pero también la sensación de indefensión de algunos países, de sumisión de sus gobiernos a las exigencias y veredictos de esos mercados, prescriptores de estrictas restricciones sobre la discrecionalidad de las políticas económicas, de su capacidad para distanciarse de esas coordenadas de sostenibilidad macroeconómica en las que se inscribe la relación entre rentabilidad y riesgo que orienta el comportamiento de sus operadores. La satisfacción de esas exigencias no garantiza, sin embargo, la protección frente a esa otra amenaza estrechamente asociada al elevado grado de integración financiera internacional, la derivada de las mayores facilidades de contagio, de unos mercados a otros, de unos países a otros, de los episodios de inestabilidad, como ha quedado suficientemente ilustrado en la reciente crisis asiática.

---

[13] Comparaciones recientes sobre el grado de integración en ambos periodos aparecen en Bordo, Eicheengreen e Irwin (1999) y Rodrik (1997).

Innovación e inestabilidad financiera

A pesar de la intensidad de los últimos veinte años, hay razones para esperar que ese ritmo de innovación no se detenga: gran parte de los factores económicos que han sido sus impulsos siguen estando presentes, propiciando, además, la extensión de esa curva de aprendizaje de la que se deriva una mayor facilidad para la creación de nuevos servicios, instrumentos, técnicas, acuerdos institucionales y mercados. Los costes de los cambios se han reducido significativamente y con ellos el umbral a partir del cual merece la pena desarrollar e introducir una innovación o cambiar, en definitiva, el statu quo, incluyendo en ello la localización de centros financieros. En definitiva, los avances tecnológicos, menores costes, y la perspectiva de una competencia cada vez más global en los servicios financieros constituyen todos ellos la base para que se anticipen incrementos sustanciales tanto en la frecuencia como en la magnitud de los cambios institucionales, tal como concluyen Merton y Bodie (1995) y Hayes (1993). Una dinámica de innovación que seguirá contribuyendo a intensificar el correspondiente proceso de integración financiera internacional, posibilitando la conciliación de culturas financieras y regímenes reguladores en una red, cada día más próxima a un verdadero mercado único.

La relación entre el proceso de innovación y la inestabilidad financiera que en todas sus formas - en los tipos de cambio de las principales monedas, en los flujos de capital, en la posición de solvencia de los distintos agentes participantes en el proceso de integración financiera - ha irrumpido en el sistema financiero internacional sigue siendo objeto de controversia. Merton y Bodie (1995), lejos de asumir las cautelas al uso acerca de las implicaciones desestabilizadoras de la capacidad de innovación financiera, le atribuyeron una suerte de efecto balsámico, amortiguador de las tensiones que la vinculación de sistemas financieros distintos genera: "la suavidad con que está discurriendo el proceso de globalización habría sido imposible sin esa capacidad de adaptación que suponen los nuevos productos e instituciones financieras"; una afirmación cuando menos controvertida, especialmente a la luz de la rápida propagación de la crisis financiera que emergió en el sureste asiático en julio de 1997 y, en todo caso paradójica, a tenor del involuntario protagonismo que tuvo el primero de esos autores en alguno de los episodios más inquietantes en la propagación de la crisis a los países

industrializados, como fue la suspensión del "hedge fund" Long Term Capital Management (LTCM), una vez la crisis financiera asiática había alcanzado a Rusia.
Las ya adversas condiciones que dominaban la actividad de los mercados financieros al final del verano de 1998 se agudizaron cuando se hicieron públicas, al principio de septiembre la magnitud de las perdidas de uno de los más importantes " hedge fund" el Long Term Capital Management" (LTCM). Su actividad básica, la búsqueda de elevadas tasas de rendimiento, se centraba preferentemente en la identificación de pequeñas discrepancias en los precios de distintos instrumentos financieros con relación a su comportamiento histórico y, a partir de ahí, adoptar elevadas posiciones apalancamiento en esos instrumentos en la esperanza de que los precios del mercado revertirían a los patrones históricos a lo largo del tiempo. En la adopción de esa estrategia, el LTCM asumió posiciones importantes, muchas de ellas en mercados relativamente estrechos e ilíquidos. Aunque concentrado fundamentalmente en instrumentos de deuda, el fondo también apostó con importantes sumas a que la volatilidad de los precios de las acciones en EE.UU descendería y que algunos de los precios de las acciones volvería a sus normas históricas. En conjunto, LCTM soportó activos por un valor aproximado de 125.000.0000 millones de dólares con una base de capital de 4.000.0000 millones a mediados de ese verano. BIS (1999 Octubre)

Es precisamente esa proximidad al colapso del LTCM la que se ha constituido en el exponente más emblemático de las implicaciones adversas derivadas de ese nuevo entorno dominado por una excesiva concentración de riesgo que permiten los nuevos instrumentos y técnicas de gestión de carteras y la creciente referencia valorativa de estas al mercado. Aún cuando la evidencia empírica no es completamente consistente, puede darse la paradoja de que en la utilización de algunas de las modernas técnicas de gestión de riesgos pueden subyacer elementos generadores de inestabilidad potencial. Como ha destacado recientemente el FMI (1999), los modelos "Value-at-risk" (VaR) que tratan de medir el riesgo de perdida en las posiciones inversoras pueden generar resultados que induzcan decisiones erróneas, infravalorando determinadas amenazas o, en el caso extremo, precipitando decisiones de reajuste de carteras, como pueden ser las

propiciadas por las coberturas dinámicas,[14] dada la excesiva dependencia de los mismos de información histórica y, en todo caso, la minimización de los problemas de liquidez que pueden darse en los mercados financieros, como se ha puesto de manifiesto en la reciente crisis. Ante la emergencia de episodios como la suspensión de pagos en Rusia, el "desapalancamiento" y el rápido reajuste de carteras de los grandes inversores se convierten en amplificadores de las crisis y propagadores de las mismas a través de presiones sobre la liquidez, incluso en los mercados financieros más profundos[15]. Algo que, aún cuando se ha manifestado en la última crisis en toda su extensión, no es en modo alguno específico de la misma, aunque haya sido en esta última cuando ha quedado más explícita la asimetría entre esas transformaciones en la estructura operativa e institucional de los sistemas financieros y la debilidad de las redes de seguridad y supervisión de los mismos.

[14] Los modelos VaR cuantifican la parte del capital de una empresa que permanece expuesta durante un periodo de tiempo, sobre la base de diversas hipótesis; en los denominados "stress tests" es la simulación de diversos escenarios la que determina la perdida potencial. Dependiendo de la magnitud de esta, la empresa modificará la composición de su cartera con el fin de reducir su valor en riesgo: la pérdida que experimentaría la cartera en un periodo de tiempo sujeta a una determinada probabilidad. El apoyo excesivo en datos y relaciones históricas, que pueden subestimar la probabilidad de acontecimientos futuros extremos y con frecuencia eluden los episodios de inestabilidad, por un lado, y las deficiencias en la modelización de los riesgos que no son de mercado, los de crédito y de liquidez, son limitaciones adicionales de ese tipo de técnicas.

[15] Cuando la crisis alcanzó a los mercados maduros, es decir a EEUU, con las dificultades del LTCM en el otoño de 1998, los problemas de liquidez se agudizaron: las líneas de crédito que normalmente abastecen a los operadores más activos se redujeron notablemente, ensanchándose los diferenciales en precio para aquellos más apalancados; al mismo tiempo desaparecieron del mercado los "vendedores naturales" de activos líquidos (bonos del Tesoro, especialmente) en la medida en que algunos de ellos también registraron perdidas similares a las del LTCM.

2. **Una época de crisis financieras**

La existencia de crisis es algo consustancial al sistema económico basado en el mercado, y la historia aporta evidencias suficientes como para no considerarlas un fenómeno de nuestro tiempo; pero es igualmente cierto que ha sido en estos últimos veinte años cuando las de origen fundamentalmente financiero - cambiarias, bancarias o de deuda externa - se han prodigado especialmente y han generado sus más adversas consecuencias, poniendo de manifiesto una exagerada desproporción entre la entidad de los factores desencadenantes y su alcance[16]. La que emergió en julio de 1997 en el sureste asiático, además de aportar propiedades nuevas a esa particular etiología de las convulsiones del sistema financiero global, merece un registro histórico diferenciado por la rapidez y amplitud de su propagación; por la desproporción entre el alcance de esa metástasis y la aparente vanalidad de las causas que la originaron. Junto a la que sufrió el mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo (SME) a partir del otoño de 1992 y la originada en México, también de fácil propagación a otras economías de la zona, ha contribuido además de a ese pobre comportamiento de la década en términos de crecimiento económico, a reforzar esa estrecha asociación entre el proceso de integración financiera internacional y la frecuencia de crisis de la misma naturaleza. Razones hay, por tanto, para hablar de una nueva época de crisis financieras.

A ello no ha sido ajena esa configuración de la escena financiera internacional determinada por las transformaciones estructurales comentadas anteriormente: una concentración en un periodo relativamente corto de tiempo de modificaciones sustanciales en los patrones reguladores, en la tecnología, en las posibilidades de generación y difusión de las innovaciones financieras o en la ampliación del número de actores; transformaciones todas ellas generadoras de ventajas indudables como las asociadas a la mayor disponibilidad de recursos financieros, a una más flexible canalización de los mismos hacia una número creciente de países, pero también de

[16] Completas revisiones de las crisis financieras anteriores a este último cuarto de siglo pueden encontrase en Kindleberger (1978), Bordo y Schwartz (1996), así como en el anexo VI de FMI (1997).

manifiestas carencias, genéricamente sintetizadas en una insuficiente capacidad de adaptación institucional no solo de los participantes de algunas economías de menor desarrollo rápidamente convertidos en actores globales, sino también de las agencias internacionales.

Eichengreen y Portes (1986) acuñaron una definición de crisis financieras que sigue disponiendo de bastante validez. En sentido estricto, serían aquellas perturbaciones en los mercados financieros, asociadas típicamente con descensos en los precios de los activos e insolvencia entre deudores e intermediarios que se extiende a través del sistema financiero, alterando la capacidad del mercado para asignar el capital. Esa aparentemente profusa definición tiene la virtud de diferenciar las crisis financieras de otros episodios aislados como las quiebras bancarias, insolvencias de deudores y convulsiones en los mercados de divisas, con excesiva frecuencia denominadas de aquella guisa. Merece la pena, por tanto, aislar la tipología propia de las crisis, no solo para evitar esa injusta catalogación de numerosos episodios de alteración en las relaciones financieras, como por asumir, como lo hacen estos autores, que de su estudio se deriva un mayor conocimiento de los propios sistemas financieros y su evolución a lo largo de la historia.

La distinción entre crisis cambiarias, bancarias o de deuda externa, dispone de virtualidad para identificar los factores determinantes de las mismas, siendo cada día mas frecuente la sucesión de unas a otras; desde luego, aquellas originadas en las economías emergentes, acaban asumiendo la más completa de las configuraciones, la de "crisis financieras sistémicas": severas alteraciones en el funcionamiento de los sistemas financieros que, impidiendo el funcionamiento efectivo de los mercados financieros, llegan tener efectos adversos en la economía real. Una crisis de este tipo puede incorporar una crisis cambiaria, aunque estas por sí solas no siempre se traducen en perturbaciones graves de los sistemas de pagos nacionales como para alcanzar aquella dimensión sistémica.[17] Tampoco es posible deducir determinadas relaciones de causalidad del hecho de que en determinadas experiencias un determinado tipo de crisis haya precedido a otras. En el caso de la crisis de México en 1994 y en la más reciente del sureste asiático las devaluaciones monetarias precipitaron crisis bancarias, pero no fue así en la crisis del Mecanismo de Cambios del SME iniciada en 1992, a pesar de que de forma prácticamente simultánea algunos países nórdicos sufrieron unas y otras. En otros casos, especialmente en países en desarrollo, crisis bancarias precedieron la emergencia de crisis cambiarias y de insolvencias de la deuda externa, como en Argentina y Chile en 1981-82. Lo inverso ocurrió en Colombia, Méjico, Perú y Paraguay, donde la contracción en la financiación externa precipitó insolvencias en los sistemas bancarios.

Aun cuando las causas que explican la existencia de crisis financieras de cualquier tipo o la vulnerabilidad relativa a las mismas, encuentren denominadores comunes en desequilibrios macroeconómicos persistentes, desajustes en los tipos de cambio, en las inadecuadas políticas para atajarlos, en la debilidad de la estructura financiera, o en situaciones de inestabilidad política, los desencadenantes de las más recientes han sido episodios en general de carácter externo, particularmente en aquellas localizadas en las

[17] En FMI (1998a, cap.III) se atribuye el carácter sistémico a esas tres crisis de las economías emergentes, derivado de la satisfacción de los siguientes rasgos: a) derivaron en una abrupta reducción o en falta total de acceso a los mercados de globales de capitales por los países afectados; b) propagación a aquellos países percibidos por los operadores en los mercados como similares; c) severas tensiones monetarias y cambiarias en los países afectados; y c) percepciones de que los mercados bancarios y de valores en las economías maduras podrían ser seriamente afectados si llegaran a existir amplias insolvencias en las obligaciones externas de las economías emergentes. También en ese trabajo se asume la definición, un tanto restrictiva, de las crisis cambiarias formulada por Frankel y Rose (1996): aquellas en las que tiene lugar una depreciación nominal de la moneda de al menos un 25% en un año, junto a un 10% de incremento respecto al año precedente en la tasa de depreciación; condición esta última destinada a excluir de los "crashes monetarios" las pronunciadas depreciaciones tendenciales de los países con elevada inflación.

economías emergentes: rápidas y pronunciadas alteraciones en los términos de intercambio, en los precios de las exportaciones generalmente, o en los tipos de interés de las principales monedas. Estos últimos con un peso específico cada día mayor, en la medida en que la principal vía de integración financiera internacional de los países en desarrollo ha estado estrechamente asociada a la recepción de flujos externos de capital, tanto más intensos y atractivos cuanto menor era la remuneración de los activos financieros en los países de origen, pero por ello mismo extremadamente sensibles a su elevación.

Los costes de esos frecuentes episodios de inestabilidad que han jalonado las dos últimas décadas, especialmente cuando han terminado afectando a los sistemas bancarios, no se han limitado a unos controvertidos costes fiscales, sino que en la amplia mayoría de los casos han terminado reduciendo severamente las posibilidades de crecimiento de las respectivas economías.[18] No menos importante y en contraste con crisis de épocas anteriores a la ruptura del sistema de Bretton Woods, la creciente integración internacional ha facilitado la propagación de esas perturbaciones, globalizando también los costes directos e indirectos, a través del apoyo financiero de las agencias multilaterales.

Crisis asiática: una nueva generación

Si la existencia de crisis financieras forma parte inevitablemente de la dinámica del sistema, la iniciada en el sureste asiático tras la devaluación del Bath tailandés del en julio de 1997 ha venido a enriquecer la taxonomía de esas convulsiones. Aún cuando sus perfiles más genéricos se correspondan con la genérica caracterización de "crisis gemelas", cambiaria y bancaria, los factores determinantes y las vías de propagación la diferencian de las experiencias disponibles. La crisis asiática inauguraría una nueva categoría, la denominada "tercera generación", al no concurrir los elementos propios que dieron lugar a crisis del primer modelo, las basadas en los desarrollos de Paul

[18] Así en el caso de las crisis bancarias de Argentina y Chile de comienzos de los ochenta esos costes superaron el 40% del PIB. En el estudio comentado del FMI (1998a) se concluye que el coste de ese tipo de crisis siempre ha sido significativamente superior en los países en desarrollo que en ellos desarrollados, manteniéndose por debajo del 10% del PIB, con la única excepción de la crisis bancaria de España.

Krugman (1979) desequilibrios macroeconómicos importantes, políticas monetarias y fiscales expansivas - ni las del segundo, cuyo representante más cualificado es el colapso del Mecanismo de Cambios del Sistema Monetario Europeo en 1992-93, determinado por la existencia de tasas crecientes de desempleo hasta niveles suficientemente importantes como para justificar el temor de los operadores en los mercados a un cambio significativo en la orientación de las políticas económicas, incluido el propio régimen cambiario.

No existían en las economías del sureste asiático señales que advirtieran de desequilibrios macroeconómicos de cierta significación. Las posiciones fiscales en los países del sureste asiático se mantuvieron equilibradas o ligeramente excedentarias a lo largo de los noventa, con relaciones entre la deuda pública y el PIB en niveles relativamente reducidos. La tasa de inflación, a pesar de los intensos ritmos de crecimiento, tampoco era generadora de amenazas singulares. Unicamente la balanza de pagos podía aportar señales anticipadoras de las dificultades de algunos de esos países más directamente implicados en el desencadenamiento de la crisis, pero en modo alguno hasta niveles que por sí solos pudieran ser premonitorios de la convulsión financiera que tuvo lugar. Tanto más si tenemos en cuenta que esos crecientes desequilibrios por cuenta corriente, principales expresiones del exceso de demanda, encontraron cobertura financiera más que suficiente mediante entradas de capitales exteriores que contribuyeron en algunos casos a reforzar las posiciones de reservas exteriores frente a cualquier episodio de tensiones cambiarias. Los ratios de servicio de la deuda (amortización e intereses sobre la deuda externa a corto y largo plazo expresados como porcentaje de los ingresos de exportaciones) al inicio de la crisis en modo alguno exhibían valores inquietantes, manteniéndose por debajo de los vigentes cuando se desencadenó la crisis de la deuda de 1982 y, desde luego, en todos los casos inferiores a los de las economías latinoamericanas, tal como se aprecia en el *gráfico 2.*

Ahora bien, es precisamente en la composición de esos flujos de capital exterior donde aparece el primer aspecto generador de vulnerabilidad. Si, en general, los pasivos frente al exterior de la generalidad de las economías del sureste asiático no han hecho sino crecer durante la última década, los más afectados por la crisis son aquellos en los que esos capitales revistieron la forma de préstamos bancarios a corto plazo otorgados al

sector privado, empresas (mayoritariamente en el caso de Indonesia) y muy especialmente entidades financieras (dominantes en Tailandia y Corea del Sur, como se aprecia en el *cuadro 1*, en lugar de flujos más estables como los asociados a la inversión directa. Se da la paradoja que algunos de esos países, Corea del Sur en particular, anticiparon la completa liberalización de los movimientos de capital a corto plazo a los de largo plazo, en particular las inversiones directas, sujetas a controles en el momento de emergencia de la crisis.

Capitales, en definitiva, mucho más sensibles a cualquier señal adversa sobre la capacidad de reembolso de los deudores ya sea por razones específicas o por las atribuibles a la política económica de los países correspondientes. El vencimiento de la deuda en moneda extranjera, al no guardar una razonable correspondencia con la existencia de activos con similar denominación, abría una brecha entre las fuentes de financiación y las inversiones y una no menos vulnerable exposición al riesgo de cambio: una doble exposición a la reversión en la confianza de los inversores extranjeros o a la incapacidad para renovar esos pasivos a corto plazo en los mercados internacionales. Como se aprecia en el *gráfico 3*, en los países más afectados por la crisis el ratio de deuda a corto plazo sobre reservas exteriores, expresivo de la capacidad de un país para hacer frente con sus propios recursos líquidos a sus obligaciones corrientes, registró un crecimiento significativo

Los incentivos a ese endeudamiento exterior radicaban en la existencia de un amplio diferencial de intereses consecuente, por un lado, con el protagonismo asumido por la política monetaria de esos países en la esterilización de los flujos de entrada de capitales y, por otro, con el descenso gradual del precio del dinero en los países industrializados, propio de la acomodación de las políticas monetarias en estos últimos a un entorno de reducidas tasas de inflación y, en la mayoría de los casos, de bajas tasas de crecimiento. Un diferencial de intereses suficientemente amplio, especialmente en los plazos cortos, como para no sugerir la conveniencia de la cobertura del riesgo de cambio en esas operaciones de endeudamiento con vencimientos escasamente generadores de incertidumbre, que tampoco invitaban a la protección dada la aparente garantía de esa vinculación que los regímenes cambiarios mantenían al dólar de EEUU, bien directamente o en el seno de una cesta de divisas donde la americana era dominante. Un

cuadro de confianza excesiva no muy distinto al vigente en México a principios de los noventa, o incluso al de algunos países miembros del SME en las vísperas de la emergencia en 1992 de la crisis de su Mecanismo de Cambios.

Para contemplar en toda su extensión la vulnerabilidad financiera en la que estaban inmersos esos países conviene destacar finalmente la expansión de crédito privado que registraron durante los años anteriores a la emergencia de la crisis; un grado de apalancamiento el alcanzado en las empresas de la mayoría de esos países que ante reversiones en los flujos de financiación, como los que efectivamente tuvieron lugar, terminarían incidiendo de forma significativa en la capacidad de producción de esas economías, como así fue. Como se aprecia en el *cuadro 2* y en el *gráfico 4* , en Corea del Sur, Indonesia y Tailandia la deuda de las empresas no financieras estaba comprendida entre dos y tres veces sus recursos propios con ritmos crecientes en los años inmediatamente anteriores al inicio de la crisis. Expansión crediticia que, como suele ocurrir en fases similares (este es un rasgo común a otras crisis) no siempre estuvo acompañada de aumentos similares en la calidad de la inversión: en la generación de tasas de rentabilidad suficientemente superiores a las expresivas del coste efectivo de las fuentes de financiación. Así se pone de manifiesto en la elevación de los ratios incrementales de capital-producto (la cantidad de inversión necesaria para generar una unidad extra de producto) en todas las economías desde los primeros años noventa.

El grado de preparación de los acreedores, de las entidades financieras, en plena asimilación de las consecuencias de la liberalización y desregulación llevado a cabo, y de la consiguiente intensificación de la competencia, no era precisamente el óptimo[19]. La desinflación en los precios de los activos inmobiliarios y bursátiles (la explosión de esa burbuja especulativa inflada durante años) que generosamente nutría tanto las carteras de activos propios de los bancos como las garantías de su inversión crediticia, hizo lo que faltaba para agudizar la precariedad en que estaban sumidos la mayoría de los sistemas bancarios. La insolvencia manifiesta de numerosas entidades bancarias era

[19] Sobre la evolución de los niveles de endeudamiento de las empresas, la eficiencia de las inversiones financiadas y su impacto en la contracción del ritmo de crecimiento de las economías puede verse Banco Mundial (1998) pp.68-73

común a los países más afectados por la crisis; en algunos de ellos, el coste de la recapitalización del sistema bancario que se estimaba a mediados de 1998 ascendía, según el Banco Mundial (1998 p. 62) a cuantías en el entorno del 20 al 30% del PIB. En Indonesia 16 bancos eran cerrados en noviembre de 1997 y en agosto del siguiente año se anunciaba un plan para nacionalizar, fusionar o cerrar otros 11.

Demasiados denominadores comunes

La extremada dependencia en la generalidad de las economías emergentes, de todos sus agentes económicos incluido el sistema bancario, de esos flujos externos de capital ayuda a explicar, como lo han hecho empíricamente Eichengreen y Rose (1998), la incidencia que tienen en las crisis bancarias domésticas de las economías emergentes las variaciones en las condiciones financieras globales. Esa vulnerabilidad que muestran las economías de desarrollo es, desde luego, mucho mayor cuando en la composición de esos capitales externos son mayoritarios los de vencimiento a corto plazo, fundamentalmente préstamos bancarios denominados en moneda extranjera, como ha sido el caso en la mayoría de los países asiáticos y lo fue en la crisis de México en 1994-95.

No todas las crisis financieras tuvieron su origen en países en desarrollo, ahora considerados emergentes, pero indudablemente las más importantes de las recientes disponen de ese denominador común: la desencadenada en 1982 tras la incapacidad para atender la deuda externa de algunos países de América Latina, la conocida como "crisis tequila" cuyo epicentro se localizó en México en 1994 y se extendió durante el año siguiente fundamentalmente a los países del sur y esta más reciente iniciada en el sureste asiático. Todas ellas, a diferencia de las existentes cuando la actividad financiera se encontraba limitada por las restricciones impuestas tras la Gran Depresión y la Segunda Guerra Mundial, han sido crisis que, sin menoscabo de los factores más o menos específicos, han terminado adoptando, cuando menos, una configuración regional y, desde luego, sucediéndose con mayor frecuencia que las existentes cuando la movilidad internacional de los capitales estaba más restringida.

En esos tres casos localizados en economías emergentes puede hablarse con toda propiedad de crisis en los términos de la caracterización establecida por Eichengreen y Portes (1986) o atribuirles esa dimensión sistémica con que más recientemente se tipifica a esa combinación de perturbaciones financieras. Siendo más o menos marcadas las diferencias en los perfiles macroeconómicos de los países afectados, en la composición de los flujos de capital exterior o en la distribución por titularidades pública o privada de los pasivos financieros, la existencia de factores comunes importantes aumenta esa inquietud asociada a la percepción de una fragilidad constante, que lejos de atenuarse ha ido cobrando mayor entidad a medida que lo ha hecho el proceso de globalización financiera[20], mostrando una escasa capacidad de aprendizaje y un permanente cuestionamiento de esa hipótesis de eficiencia que subyace en el funcionamiento de los mercados financieros.

Así, el primer y quizás más relevante denominador común de esas tres convulsiones financieras fue la manifiesta incapacidad para anticiparlas. Que la mayoría de los operadores financieros, las agencias de rating y las propias instituciones multilaterales fueron sorprendidos se pone de manifiesto en la estabilidad que mantuvieron las variables financieras hasta prácticamente la emergencia de las crisis; en particular, los diferenciales en los tipos de interés de los activos financieros de estos países frente a los de los de menor riesgo[21]. Las calificaciones crediticias otorgadas por las principales agencias de rating (Standard and Poors y Moody's) se mantuvieron inalteradas en el año y medio que precedió a la emergencia de la crisis[22]. En el caso de la crisis de la deuda de América Latina, semanas antes de que las autoridades mexicanas reconocieran la incapacidad para atender los vencimientos de principal e intereses de sus préstamos exteriores, el tipo de interés de mercado de sus bonos apenas se diferenciaba de los correspondientes a bonos de la máxima calidad crediticia.

---

[20] Han sido diversos los trabajos en los que tras la emergencia de la crisis asiática se han tratado de buscar esas diferencias y coincidencias entre las diversas convulsiones financieras, en algunos casos remontándose en el tiempo mucho más que lo que se hace en estas notas. Véase por ejemplo, FMI (1998), Schwartz (1999), Rajan (1998), Ontiveros (1998).

[21] Eschweiler (1997 a, b) demuestra como los diferenciales de tipos de interés a tres meses sobre activos gubernamentales cotizados en los mercados off-shore no anticiparon señal de inquietud alguna en ninguno de los países más directamente afectados por la crisis asiática.

[22] Esa incapacidad para anticipar variaciones en la solvencia de los principales afectados por la crisis no impidió rápidas y bruscas alteraciones de los "rating", que contribuyeron a la profundización y exageración de la crisis, como recientemente ha criticado el propio FMI (1999).

También las tres crisis estuvieron precedidas de intensas entradas de capitales en la mayoría de los países en desarrollo y, de forma destacada en las dos últimas. La escalada de entradas de capital por todos los conceptos a partir de comienzos de los noventa se intensificó en los años centrales, de tal forma que en 1996, únicamente en los cinco países más afectados por la crisis asiática - Tailandia, Indonesia, Corea del Sur, Malasia y Filipinas - registraron entradas netas por 103.000 millones de dólares. Ni la emergencia de las dificultades en Tailandia que obligaron a la devaluación del bath, ni mucho menos la trascendencia que este episodio tendría sobre las economías vecinas fueron advertidas; el abandono del régimen cambiario de la moneda tailandesa fue contemplado como una mera inflexión en el comportamiento de aquella economía y, en todo caso, con un carácter aislado.

Una verificación que cuestiona seriamente los procedimientos de control, y gestión de riesgos de los grandes operadores financieros privados, en primer lugar, y que, no necesariamente como alternativa a lo anterior, hace lo propio con la calidad de la

información suministrada en esos países, tanto la de origen privado como la de fuentes públicas, a tenor de las sorpresas que sobrevinieron a la difusión del detalle de vencimientos de los préstamos exteriores o respecto a las reservas exteriores de algunos de los países más afectados por la crisis.

Casos muchos de ellos del tipo de los analizados por Manove y Padilla (1998) que cuestionan el conservadurismo y la prudencia que se supone como propias de los acreedores bancarios. Cuestionamiento que se desprende a la supuesta eficiencia asociada al uso de exigencias colaterales por parte de los acreedores bancarios, como también anticiparon Desanko y Thakor (1987 a,b).

Una explicación alternativa, ahora sí, a esa aparente insensibilidad de los financiadores privados a esos países radicaría en la presunción de que los gobiernos y las agencias multilaterales acabarían respondiendo de esos pasivos: organizando el rescate en caso de dificultades. En la necesidad de paliar esas limitaciones genéricamente asociadas a la existencia de problemas de "moral hazard" deberían converger las propuestas de diseño de una “nueva arquitectura financiera internacional”.

El segundo elemento común en esas tres crisis fue la amplitud de la exposición a variaciones en los tipos de interés y tipos de cambio, de los receptores de capital, públicos y privados, fundamentalmente en relación al dólar de EE.UU., cuyas variaciones adversas fueron los más importantes factores determinantes de las crisis; aspecto éste tanto más significativo en las dos últimas crisis, como se ha destacado en FMI (1998), cuanto mayor y más versátil era la oferta de instrumentos de cobertura de riesgos de precio, consecuente con el intenso y ampliamente difundido proceso de innovación financiera. En esas crisis se ha ilustrado esa “trinidad inconsistente” o “trilema de las economías abiertas” que advierte de la manifiesta dificultad para mantener simultáneamente un régimen de tipo de cambio fijo, un mercado de capitales abierto y una política monetaria con otros objetivos distintos a la preservación del tipo de cambio comprometido.

Con todo, la última crisis ha vuelto a poner de manifiesto que, una vez extendida la desconfianza sobre un régimen cambiario intermedio (de flotación limitada en el seno de una banda), su recuperación es un empeño cuando menos difícil y, en todo caso, muy costoso, si no se recurre a controles sobre los movimientos de capital. Ni el explícito

compromiso del FMI de apoyar financieramente a los afectados fue suficiente para reducir esa generalizada desconfianza, alimentada inicialmente por los propios residentes de los países en crisis, que fueron importantes vendedores de activos financieros denominados en su propio moneda. El desenlace en la generalidad de los países más directamente contaminados ha inclinado el resultado provisional de esa clásica discusión sobre la elección del régimen de tipos de cambio a favor de las opciones más extremas: la libre flotación o la adopción de un régimen de tipos de cambio fijos que proyecten el carácter de irrevocables. Las tensiones que los mercados han ejercido sobre la versión de estos últimos basada en un "currency board" como el mantenido por Hong Kong o Argentina ha posibilitado esa propuesta radical de cesión voluntaria de soberanía por parte de las autoridades de este último país consistente en "dolarizar" completamente las economías latinoamericanas, empezando por la propia: por la sustitución del peso por el dólar. Una iniciativa seguramente determinada por las tensiones coyunturales que afectan a las economías emergentes y dirigida a refrendar el compromiso con la estabilidad de las autoridades argentinas, a neutralizar la eventual desconfianza de los operadores en los mercados financieros, a la que se ha sumado algún otro país de la región, como El Salvador, manifiestamente insatisfecho con los regímenes cambiarios disponibles: con la combinación de rigidez y vulnerabilidad que en última instancia genera cualquiera de ellos.

De las dificultades para concretar a corto plazo iniciativas tales ya ha dado cuenta el propio Departamento del Tesoro estadounidense, especialmente en relación con las posibilidades de que la política monetaria de la Reserva Federal pueda llegar a tener presentes las exigencias de aquellos países que asuman el dólar como única moneda. Por otro lado, la credibilidad que el país dolarizado importa de EEUU y las mayores posibilidades de integración internacional que ello implica tiene como contrapartida la renuncia absoluta a disponer de una política monetaria propia con la que adecuarse a variaciones cíclicas o perturbaciones externas de carácter específico. Se trata, en definitiva, de una evaluación no muy distinta a la que condujo a los once países europeos a constituir una unión monetaria, pero con parámetros ciertamente distintos a tenor del marcado contraste entre la economía estadounidense y las que aspiran a compartir su moneda. Dificultades, en todo caso, que a juzgar nuevamente por lo ocurrido en la experiencia europea, en modo alguno pueden considerarse insalvables;

tras la simplificación introducida por la sustitución de once monedas de la Unión Europea por el euro, la consolidación de esa plataforma tripolar en que de hecho descansan las finanzas internacionales ha dejado de ser un futurible.

La tercera característica en común, pero no la menos importante, es la inmadurez de las instituciones financieras de los países en que emergieron esas crisis. La crisis asiática vuelve a ser suficientemente representativa a este respecto; la debilidad estructural de sus sistemas financieros, la falta de transparencia, la deficiente regulación, la escasa experiencia competitiva o la manifiesta corrupción, fueron poderosos agravantes y propagadores de las dificultades al sector real de las respectivas economías. Son, en general, sistemas financieros que en un periodo relativamente corto, estimulados por la presión de los gobiernos de los países industrializados y por los atractivos de la disponibilidad de fuentes de financiación más amplias, llevaron a cabo una transición relativamente rápida desde una estricta regulación a una amplia y en muchos casos indiscriminada liberalización, sin un paralelo fortalecimiento de los mecanismos de supervisión y control; una asimetría igualmente explícita en la ausencia de transparencia suficiente y, en muchos casos, con un grado excesivo de intromisión política que propicia una gestión alejada de criterios de estricta eficiencia empresarial.

Sistemas también, en los que, en mayor medida que los correspondientes a los países industrializados, se manifiestan con frecuencia problemas derivados de la existencia de información asimétrica y riesgo moral : de la distinta información que prestatarios y prestamistas disponen y de la generación de incentivos a la asunción de riesgos excesivos que determinados prestatarios pueden encontrar incluso de los propios gobiernos, a través de la existencia del diverso tipo de garantías, incluidas la de la figura de "prestamista de última instancia".[23]

Por todo ello, las sucesivas crisis han cuestionado seriamente aquellas concepciones "darwinistas" sobre la capacidad de aprendizaje de los sistemas financieros nacionales que consideraban que las ganancias de eficiencia generadas por los procesos

[23] Nuevamente, son relevantes a este respecto los análisis e implicaciones de política regulatoria derivados de los trabajos de Stiglitz y Weiss (1981), Manove y Padilla (1998), Bester (1985) y Besanko y Takhor (1987a,b).

desreguladores compensarían ampliamente los eventuales costes de adaptación de las instituciones. Ahora es más difícil asumir, como se hacia hasta la emergencia de la crisis asiática, que los episodios de inestabilidad constituían meros "costes de ajuste" a ese nuevo entorno financiero supuestamente más eficiente. Una hipótesis en todo caso, excesivamente complaciente con una realidad que desde el inicio de los ochenta ha ofrecido numerosos episodios de inestabilidad y, en particular, dificultades de envergadura respetable en los sistemas bancarios de más de las tres cuartas partes de los países miembros del Fondo Monetario Internacional, con gran independencia del grado de desarrollo de los mismos. Que los problemas de adaptación a ese nuevo entorno no han sido exclusivos de los países en desarrollo, se pone de manifiesto al revisar el catalogo de crisis bancarias en el último cuarto de siglo. Cuando las crisis bancarias se combinan con crisis monetarias o cambiarias, también el número de países industrializados es significativo. Así, en el análisis empírico realizado por el FMI (1998, mayo) se identifican a 50 países en los que se dieron simultáneamente ambos tipos de crisis, en el periodo 1975-97, de ellos 22 países industrializados[24].

Esa falta de correspondencia entre procesos liberalizadores y madurez institucional permite ahora calificar de excesiva la presión desreguladora ejercida por la administración estadounidense. Como han reconocido distintos responsables de aquella administración, esa insistencia no estuvo acompañada de la correcta percepción de los serios peligros que podría llegar a provocar y de una presión similar para que esos países fortalecieran los fundamentos sobre los que basar la subsiguiente liberalización de sus sistemas financieros. Un dogmatismo el mantenido por el Tesoro americano, propiciador de la extensión a los países en desarrollo de ese "turbocapitalismo" acuñado por Edward Luttwark (1999), del que ahora se distancian algunos de aquellos economistas que ocuparon destacadas posiciones en la administración americana, como los referidos Kantor, Tyson o el actual vicepresidente del Banco Mundial Joseph Stiglitz, antiguo presidente del Consejo de Asesores Económicos del presidente.

[24] La relación de las crisis bancarias analizadas fue extraída de los trabajos de Caprio y Klingebiel (1996), Kaminsky y Reinhart (1996) y Dermigüc-Kunt y Detragiache (1997). En Lindgren ,García y Saal (1996) se analiza la relación entre crisis bancarias y políticas macroeconómicas.

Es el propio Banco Mundial (1998) el que da cuenta de los vínculos entre la liberalización del sector financiero, las fases de expansión crediticia y las crisis bancarias en el sureste asiático, así como el trabajo de Dermigüç-Kunt y Detragiache (1998) en el que tras un extenso análisis de 53 países durante el periodo 1980-95 concluye en esa estrecha asociación entre la probabilidad de crisis bancarias y los procesos previos de liberalización financiera, puntualizando que esa probabilidad es menor allí donde existe un entorno institucional asentado que permita el correcto funcionamiento de los mercados financieros; el grado de madurez institucional se obtiene tras ponderar diversos índices que tratan de medir el cumplimiento de las leyes, el grado de corrupción, el cumplimiento de los contratos y la calidad de la burocracia.

La rápida y extensa propagación, siendo también un denominador común a esas crisis, ha ido acentuándose a medida que se ha hecho más explícito el proceso de integración financiera internacional y con él la drástica simplificación en momentos de tensión de los criterios en que se amparan las decisiones de inversión y, especialmente, de desinversión. La mera pertenencia a esa genérica categoría de mercados o economías emergentes es, en momentos de gran inestabilidad, condición suficiente para sufrir las consecuencias de esas rápidas revisiones de la aversión al riesgo hacia el conjunto del grupo, con independencia en muchos casos de los orígenes específicos de la crisis, acentuando la volatilidad de las variables financieras y la extensión del pánico[25].

A diferencia de otras crisis, en la asiática, la transmisión del contagio jugó un papel fundamental y en cierta medida diferenciado de los observados en otras crisis financieras. De los tres rasgos identificados en algunos trabajos empíricos [26] - la mayor propensión a la propagación del contagio en periodos de turbulencia, su más frecuente concreción en ámbitos regionales que en globales y su dirección, desde economías grandes a las pequeñas - es el último el que queda insatisfecho en el caso asiático. Una economía pequeña, Tailandia, es la que desencadena una crisis que acaba alcanzando a economías de mayor envergadura, dentro y fuera de la región.

---

[25] "Start taking the Prozac" titulaba Paul Krugman (1998) el artículo en el que subrayaba la particular sonoridad, algo pasada de moda pero de contundente significación de la palabra "pánico" cuando se aplica a los mercados financieros.

[26] En Calvo y Reinhart (1996) se analiza para los casos de América Latina lo que hasta la emergencia de la crisis asiática podría considerarse una tipología de las formas de contagio de las crisis en las economías en desarrollo.

En la búsqueda de un factor específico que explique esa dirección de causalidad con el origen en la devaluación de la moneda tailandesa, la importancia de los flujos de comercio o de inversión con los otros países no disponen de la entidad suficiente para justificar el alcance de la crisis ni la secuencia con la que la misma alcanzó a los distintos países de la región. De aquellas economías, Singapur era, con un 5.7% de sus exportaciones totales, la que mantenía una mayor intensidad comercial con Tailandia; las exportaciones a Tailandia de Indonesia y Corea del Sur, las que fueron inicialmente más intensamente "contagiadas", representaban en esa misma fecha el 1.8% y el 2%, respectivamente.

Cobra sentido, a la luz de lo anterior, la denominada "hipótesis del despertador" enunciada por Morris Goldstein (1998). Según ella, Tailandia habría actuado como la llamada de atención para que los inversores internacionales y las agencias de "rating" (dormidos hasta entonces, carentes de señales anticipadoras como vimos anteriormente) volvieran a evaluar la solvencia de los prestatarios asiáticos. Una vez reconsiderada, no fueron poco relevantes los elementos comunes del diagnóstico: déficit exteriores abultados, tipos de cambio apreciados, sistemas financieros débiles y mal supervisados, calidad decreciente de la inversión, descensos en las exportaciones y una manifiesta sobreexpansión en algunas industrias. La crisis dejó de ser de un solo país cuando tras esa reevaluación se hizo explícita la menor calidad crediticia del conjunto. Una ponderación en cada una de las economías asiáticas contagiadas de aquellos factores expresivos de la debilidad de Tailandia tiene más poder explicativo que la interdependencia bilateral de las mismas o la consideración aislada de sus respectivos fundamentos.[27]

Sin menoscabo de esa reevaluación de la calidad crediticia del conjunto cuando surgen situaciones de crisis, las pretensiones de los acreedores o inversores por compensar resultados adversos o situaciones de liquidez en los activos de un determinado país lleva a la anticipación de la venta de otros, estimulando la extensión de ese efecto contagio y la correspondiente "huida hacia la calidad". Las recientes experiencias también han demostrado que, una vez iniciado el contagio, no hay cortafuegos de los

convencionalmente disponibles por los gobiernos o agencias multilaterales, que puedan mostrar su eficacia. En situaciones de tensión, los operadores financieros están mucho más atentos a los movimientos de sus colegas que a esos fundamentos económicos que deberían explicar el comportamiento de los tipos de cambio o de los tipos de interés: actuaciones en mayor medida guiadas por los instintos –"fight-or-free"– que no hacen sino distanciar la interpretación de los acontecimientos de su dimensión racional. Reacciones tanto más acusadas cuanto más corto es el vencimiento de los flujos de capital.

Con todo, ese rápido y extenso contagio, particularmente importante en los mercados de divisas, no es exclusivamente el resultado de repentinos movimientos gregarios por parte de los operadores en esos mercados financieros; en ocasiones hay razones para entender esa propagación en la anticipación del impacto que la crisis en un determinado país puede ocasionar en aquellos otros con los que define un elevado grado de integración comercial o dispone de patrones competitivos similares frente a terceros países, en especial cuando aquella ha estado acompañada de una devaluación. La devaluación en un país puede determinar pérdidas de competitividad en otros con los que define un cierto grado de integración comercial o que disponen de similares patrones de especialización comercial, aumentando la vulnerabilidad de la moneda no devaluada a ataques especulativos, anticipadores en mayor o menor medida de un desenlace similar. Una dinámica de devaluaciones competitivas ya observada en la crisis del Sistema Monetario Europeo de 1992 que, de tomarse al pie de la letra, tendría que haber provocado la correspondiente devaluación en la moneda china o amparar aquellas explicaciones de la crisis asiática que sitúan en las modificaciones del tipo de cambio del yuan, con ocasión de la reforma monetaria de aquel país en 1994, el origen de la que emergió en julio de 1997.[28]

En el caso de la crisis asiática ese "efecto dominó" tuvo a finales de octubre de 1997 la primera de sus más expresivas manifestaciones, cuando las ordenes de venta de algunos

---

[27] A esa conclusión llegaron Goldstein y Hawkins (1998) tras analizar distintas medidas de interdependencia entre las economías asiáticas y otras expresivas de los fundamentos de las mismas.

[28] No es mayoritario entre los analistas el convencimiento de esa asignación de responsabilidad a la devaluación asociada a la reforma monetaria china. Sobre la contribución de esa devaluación primeriza de la moneda china a la ronda iniciada en 1997 pueden verse los trabajos de Liu y otros (1998), Fernald, Edison y Loungani (1998) y Ontiveros (1998).

inversores institucionales extendieron los descensos en los mercados bursátiles de economías hasta entonces al margen de los efectos más severos de la crisis[29]. La suspensión en los pagos de la deuda rusa, en agosto de 1998, sería la segunda manifestación de esa capacidad de contagio a la que siguió una más pronunciada reversión en los flujos de capitales a los mercados emergentes dando lugar a un cuadro de "credit crunch". Ese renovado aumento de la aversión al riesgo de los mercados emergentes tras la moratoria rusa es tan difícil de explicar como las convulsiones generadas en algunos de los mercados financieros más maduros.

El último de los elementos comunes a esas crisis es su desenlace en reestructuraciones de deuda de los países más directamente afectados, tanto la de titularidad pública como en muchos casos también la privada. Con independencia del origen, la rápida propagación a las instituciones financieras domésticas terminó en todos los casos configurando ese carácter sistémico de las crisis que dificultaba o directamente invalidaba la aplicación de terapias parciales exigiendo la solución extrema: la moratoria y reestructuración de los pasivos frente al exterior, tras un periodo excesivamente dilatado de endurecimiento en las condiciones de financiación del conjunto de los agentes económicos que termina traduciéndose en crecientes dificultades para captar capitales exteriores, cuando no en un cuadro expresivo de "credit crunch"[30]. A pesar del estrechamiento de la mayoría de los diferenciales, expresivos de la facilidad en la captación de capitales por los países en desarrollo, más de dos años y medio después de la emergencia de las crisis estos no han retornado a sus

[29] Kristof y WuDunn (1999) relatan las decisiones del responsable de estrategia de Morgan Stanley en esos días previos al crash bursátil del 27 de octubre de 1997 y las recomendaciones de venta a sus principales clientes de activos financieros de los emergentes asiáticos en una memorable teleconferencia, de la que tuvieron noticia miles de inversores individuales e institucionales de todo el mundo, que en gran medida determinó esa debacle en el mercado de Hong Kong, que perdió un 27% en apenas cuatro día arrastrando a Wall Street a la mayor caída en un solo día, con el Dow Jones Industrial Average perdiendo 554 puntos.

[30] Con cifras del Institute of International Finance, en 1998 los flujos de capital privado a economías emergentes cayeron un 41% hasta alcanzar los 136.000 millones de dólares desde los 260.000 millones registrados en 1997 y supusieron menos de la mitad de los 327.000 millones correspondientes a 1996. Frente a entradas netas por 103.000 millones que en ese año recibieron los países más afectados por la crisis (Indonesia, Malasia, Filipinas, Corea del Sur y Tailandia), en 1997 el saldo registrado fue una salida neta de 1.000 millones que en 1998 ascendió a 28.000 millones. La más intensa propagación de la crisis a partir de la segunda mitad de 1998 a las principales economías de América Latina es la responsable de la contracción en los flujos a esos países, desde 106.000 millones de dólares en 1997 a 88.000 millones en 1998, y de la previsible continuidad de ese descenso en 1999, del que se espera sea, para el conjunto de las economías emergentes, el más adverso desde 1992.

niveles de partida, ni siquiera a los prevalecientes antes del inicio de la segunda fase de la crisis en el verano de 1998.
Como el propio BIS (1999 Octubre) ha destacado, la crisis asiática no llegó a poner en cuestión la salud del sistema bancario global en la misma medida que lo hizo la crisis de la deuda de América Latina. Por el contrario en la medida en que la crisis en Asia determinó la huida hacia la calidad e introdujo un sesgo deflacionario en las economías industrializadas, los tipos de interés a largo plazo en los principales países tendieron a la baja, amortiguando cualquier impacto adverso de menores beneficios sobre los precios de las acciones.

Un desenlace que, también en todos los casos, ha estado estrechamente asociado o precedido de la generación de enormes costes políticos y sociales y de una amplia decepción sobre la distribución de las ventajas de ese proceso de globalización financiera, tanto mayor cuanto más cuestionables han sido los resultados de las terapias aplicadas en la gestión de las crisis y la distribución de sus costes. Lo ocurrido tras la emergencia de la crisis asiática vuelve a ser relevante.

3. Gobernabilidad global

La envergadura de la crisis asiática, su rápida y amplia propagación, a fuer de empobrecer repentinamente a economías que parecían inmersas en una senda irreversible de desarrollo, confirmó la extrema fragilidad del sistema financiero global. Los daños del seismo no se limitaron a los países geográficamente más próximos a su origen, sino que alcanzaron también a otras economías en desarrollo e, indirectamente, a aquellas otras que ni siquiera alcanzan a disponer de la capacidad mínima de acceso a esos flujos financieros internacionales que tan profusamente se prodigaron en esta década. Aunque fue fundamentalmente una crisis, o una sucesión de crisis, de los mercados emergentes, el elevado grado de integración financiera internacional facilitó que las sacudidas también llegaran a los mercados e instituciones de los países desarrollados, Estados Unidos incluido. Es esta creciente dificultad para aislar los países en desarrollo de las economías industrializadas otra de las realidades del proceso de globalización.

Lejos de constituir un fallo aislado del sistema financiero global, existe la razonable percepción de que el mundo sigue expuesto a episodios de la misma naturaleza. Con independencia de cual sea su origen, el riesgo de propagación de convulsiones financieras es hoy significativamente elevado, tanto mayor cuanto más explícita sea esa asimetría entre la movilidad internacional del capital y la insuficiencia de mecanismos con el mismo carácter global susceptibles de frenar su propagación. También es algo asumido que son los países menos desarrollados los que disponen de una mayor exposición al contagio de eventuales crisis financieras y, desde luego, una menor capacidad defensiva.

Las dificultades para controlar esa propagación, para evitar insolvencias generalizadas, son evidentes y, a partir de ahí, también los son sus costes y soluciones. Sobre esas bases carece de sentido polarizar a priori el debate sobre la reforma del sistema financiero internacional, la oferta de diseños arquitectónicos posibles, enfrentando las propuestas de prevención a las de gestión de las crisis financieras o, lo que es equivalente, priorizando unas sobre otras. Ambas se presentan absolutamente necesarias, pero como la propia crisis asiática ha demostrado, las mejoras en los

fundamentos, en las políticas económicas y en las instituciones domésticas no garantizan por sí solas la ausencia de crisis, siendo igualmente necesarias aquellas otras actuaciones destinadas a neutralizar los riesgos sistémicos y, en general, a contener las crisis de forma más directa y explícita que hasta ahora. Y esto último conduce necesariamente a las instituciones globales: al cuestionamiento sobre su adecuación a las exigencias que impone ese sistema financiero global.

De la revisión hecha en el apartado anterior se deducen errores susceptibles de ser evitados y limitaciones subsanables, contando con la voluntad política de los gobiernos de los países más expuestos y la complicidad de las agencias internacionales. La adopción de actuaciones preventivas por cada economía con vocación de actor en la escena financiera global – a través de la adopción de las adecuadas políticas macroeconómicas, del fortalecimiento de los sistemas financieros domésticos, de la dosificación de los procesos de liberalización y desregulación financieras, de la adopción de regímenes cambiarios menos vulnerables, de la definición de incentivos a las entradas de capital a largo plazo o del saneamiento del gobierno de las demás instituciones - son tan necesarias como comprender que con ellas no quedan eliminados los riesgos de sucesivas crisis o que junto a la definición de esas garantías preventivas han de concurrir igualmente normas e instituciones internacionales que asuman la ausencia de infalibilidad en la lógica de los mercados financieros.

Este ha de ser, en mi opinión, el principal objeto de la búsqueda de una nueva arquitectura financiera internacional. No solo ni fundamentalmente la discusión de los programas aplicados en la gestión de las crisis financieras con los medios e instituciones hoy disponibles, sino la de las exigencias de regulación y supervisión de cuantos agentes, públicos y privados, intervienen en el proceso de globalización financiera y la identificación de las instituciones que han de velar por su aplicación y, en su caso, por la resolución de las crisis financieras globales. Se trata, en definitiva, de que la cesión de soberanía que ha tenido lugar en este último cuarto de siglo la administren no solo unos mercados distantes de la eficiencia, sino instituciones igualmente globales que reduzcan las probabilidades de fallos y, en todo caso, mitiguen la envergadura de los destrozos. Junto a las propuestas destinadas a la prevención de las crisis, sobre las que existe un consenso aceptable, de esa agenda arquitectónica no deberían estar ausentes

iniciativas que hoy pueden presentarse ambiciosas con relación a la gestión de las mismas, como es la disposición de un prestamista de última instancia global. En menor medida que la localización institucional de esa función el objeto de discusión debería centrarse en la virtualidad de la globalización de esa red cuya conveniencia nadie cuestiona en el ámbito nacional.

Bibliografía

"A review of Financial Market Events in Autum 1998"
Committee on the Global Financial System
Basilea, octubre

Banco de Pagos Internacionales (1994,1995,1996,1997,1998,1999)
"Informe Anual"
Basilea

Banco Mundial (1998)
" Global Economic Prospects"
Washington, diciembre

Besanko, D. and Thakor, A.V. 1978a - 87
"Collateral and Rationing Sorting Equilibria in Monopolistic and Competitive Credit Markets", International Economic Review, 28: 671-89.

Besanko, D. and Thakor, A.V. 1978b - 87
"Competitive Equilibria in the Credit Market under Asymmetric Information", Journal of Economic Theory, 42: 167-82.

Bester, H. 1985."
"Screening vs. Rationing in Credit markets with Imperfect Information"
American Economic Review, 75: 850-855.

Bordo, Michael D. y Ana J. Schwartz (1996)
"Why Clashes Between Internal and External Stability Goals End in Currency Crises, 1797-1994"
Open Economies Review, Vol.7, Supplem. 1

Bordo, Michael D., Barry Eichengreen y Douglas A. Irwin (1999)
"Is Globalization Today Really Different than Globalization a Hundred Years Ago?
NBER Working Paper Nº 7195, junio

Calvo, Sara y Carmen Reinhart (1996)
"Capital Flows to Latin America: Is There Evidence of Contagion?
En " Private Capital flows to Emerging Economies After the Mexican Crisis" editado por Guillermo Calvo, Morris Goldstein y Eduardo Hochreiter. Institute for International Economics. Washington

Caprio Jr., Gerard y Daniela Klingebiel (1996)
"Bank Insolvencies: Cross-Country Experience"
Banco Mundial, Policy Research Working Paper 1620
Washington, julio

Dermigüç-Kunt, Asli y Enrica Detragiache (1997)
"The determinants of Banking Crises: Evidence from Developing and Developed Countries"
Working Paper 97/106
Fondo Monetario Internacional, Washington, septiembre
Edwards, Sebastián (1999)
"A Capital idea ? Reconsidering Financial Quick Fix"
Foreing Affairs, Mayo / Junio

Eichengreen, Barry (1996)
" Globalizing Capital. A History of International Monetary System"
Princeton University Press, Princeton
Eichengreen, Barry y Michael Mussa (1998)

Eichengreen, Barry y Andrew K. Rose (1.998)
"Staying Afloat When the Wind Shifts: External factors and Emerging-Market Banking Crises"
NBER Working Paper 6370, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass. Enero

Eichengreen, Barry y Richard Portes (1986)
"The Anatomy of Financial Crises"
Discussion Paper nº130, Center for Economic Policy Research, Londres, Septiembre.

Fernald, John, Hali Edison y Prakash Loungani (1998)
"Was China the First Domino?. Assesing Links Between China and the Rest of Emerging Asia"
Board of Governors of the Federal Reserve System, marzo

Fondo Monetario Internacional (1999)
"International Capital Markets. Developments, prospects and key Policy Issues"
Washington, noviembre

Fondo Monetario Internacional (1998a)
"International Capital Markets"
Washington, septiembre
Fondo Monetario Internacional (1997a)
"International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues"
Washington, Noviembre

Frankel, A. y Andew K. Rose (1996)
"Currency Crushes in emerging Markets: Empirical Indicators"
NBER Working Paper 5437
National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass. Enero

Goldstein, Morris (1998)
*"*The Asian Financial Crisis: Causes, Cures and Systemic Implications".
Institute for International Economics, Washington, Junio

Goldstein, Morris y John Hawkings (1998)
" The Origin of Asian Finacial Turmoil"

Research Discussion Paper 980, Reserve Bank of Australia , mayo

Guitián, Manuel (1995)
"Capital Account Liberalization: Bringing Policy in Line with Reality" en Sebastián Edwards (1995)

Guitián, Manuel (1998)
"Capital Account Convertibility and the Finantial Sector"
Journal of Applied Economics
Vol 1, nº 1, noviembre

Harris, Lawerence E. (1998)
"Circuit Breakers and Program Trading Limists: The Lessons Learned"
Papers on Financial Services, Brookings-Wharton

James, Harold (1996)
"International Monetary Cooperation since Bretton Woods"
Oxford University Press, Oxford

Kaminsky, Graciela L y Carmen M. Reinhart (1996)
"The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments problems"
International Finance Discussion Paper 544
Board of Governors of the Federal Reserve System
Washington, marzo

Kindleberger, Charles P. (1978)
"Manias, Panics, and Crashes: A history of Financial Crises"
Basic Books, Nueva York

Kristof, Nicholas D.; WuDunn, Sheryl (1999)
"Behind the Global Economy. No Immunity."

International Herald Tribune, 17 de febrero

Krugman, Paul (1998)
" Start taking the Prozac"
Financial Times, 10 de abril

Krugman, Paul (1979)
"A model of Balance of Payments Crises"
Journal of Money Credit and banking, vol.11

Lemmen, Jan (1998)
"Integrating Financial Markets in the European Union "
Edward Elgar, Cheltenham

Lindgren, Carl-Johan, Guillian García y Mattehew I. Saal (1996)
"Bank Soundness and Macroeconomic Policy"
Fondo Monetario Internacional, Washington

Liu, Li-Gang, Marcus Noland, Sherman Robinson y Zhi Wang(1998)
"Asian Competitive Devaluations"
Working Paper nº 98-2, Institute for International Economics, Washington, enero

Luttwark, Edward (1999)
"Turbo Capitalism. Winners & Losers in the Global Economy"
Orion Business Books, Londres

MacKinnon, Ronald (1973)
"Money and Capital in Economic Development"
Brookings Institution, Washington

Manove, M. and Padilla, A.J. 1998
"Banking (Conservatively) with Optimists", CEMFI W.P. 9718 and CEPR W.P. 1918

Marston, Richard C. (1995)
"International financial integration: A study of interest differentials between the major industrial countries"
Cambrigde University Press, Cambridge

Merton, Robert C; Bodie, Zvi (1995)
" A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment"
En Crane (1996)

Ontiveros, Emilio (1980)
"Mercado de Eurodivisas. Análisis de su evolución e implicaciones"
Forum Universidad-Empresa, Madrid.
Ontiveros, Emilio (1997)
"Sin Orden ni Concierto. Medio siglo de relaciones financieras internacionales"
Escuela de Finanzas Aplicadas, Madrid

Ontiveros, Emilio (1998)
"La crisis asiática. La primera crisis global"
Análisis Financiero Internacional, nº 85 Diciembre – Enero 1998

Rajan, Ramkishen S. (1998)
"Restraints On Capital Flows: What Are they?"
The Institute of Policy Studies (IPS), Singapore,
Working Paper Nº 3

Rodrik, Dani (1997)
"Has Globalization Gone Too Far ?
Institute for International Economics
Washington

Shaw, Edward (1973)
"Financial Deepening in Economic Development"

Oxford University Press, Nueva York

Schwartz, Ann J. (1999)
"International Financial Crises: Myths and Realities"
The Catto Journal, Vol.17. nº 3

Stiglitz, J.E. and Weiss, A. 1981
"Credit Rationing in Markets with Imperfect Information"
American Economic Review, 71:393-410.
Williamson, John y Molly Mahar (1998)
"A survey of Financial Liberalization"
Princeton Essays in International Finance, nº 211

Yergin, Daniel y Joseph Stanslaw (1998)
"Commanding Heights"
Simon & Schuster, Nueva York